

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

HENRIQUE SOUZA BORGES

**ASPECTOS JURÍDICOS DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS:
DESAFIOS CONTEMPORÂNEOS**

BRASÍLIA

2015

HENRIQUE SOUZA BORGES

**ASPECTOS JURÍDICOS DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS:
DESAFIOS CONTEMPORÂNEOS**

Monografia apresentada como requisito parcial
para a obtenção do grau de Bacharel em Direito pela
Faculdade de Direito da Universidade de Brasília –
UnB.

Orientador: Prof. Dr. Marcus Faro de Castro

BRASÍLIA

2015

HENRIQUE SOUZA BORGES

ASPECTOS JURÍDICOS DA REGULAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS:
DESAFIOS CONTEMPORÂNEOS

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB) e aprovada pela banca examinadora composta pelos seguintes professores:

Professor Doutor Marcus Faro de Castro
Orientador

Professora Doutora Ana de Oliveira Frazão
Membro

Professor Doutor Paulo Burnier da Silveira
Membro

Brasília, 2 de dezembro de 2015.

Ao meu pai.

.

AGRADECIMENTOS

Dirijo minha gratidão aos mestres que tive na Faculdade de Direito da Universidade de Brasília. Em especial, agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Marcus Faro de Castro, quem muito me inspirou nas trilhas do direito econômico e me auxiliou na pesquisa e escrita deste trabalho.

Agradeço ao Eduardo, meu parceiro nas longas tardes de estudo. Obrigado pelos conselhos acadêmicos, bem como pelas palavras de apoio nas teimosas inseguranças que me acompanharam nessa jornada.

Sou grato também à minha família, que sempre me renova a alma com olhares sinceros, abraços apertados e risadas compartilhadas. Meus queridos tios e tias, primos e primas, o acolhimento de sempre é a seiva que me nutre.

Agradeço à minha mãe, meu exemplo de determinação e paixão pela vida, e ao meu pai, meu porto-seguro e sábio guia nos caminhos desse mundo. Devo-lhes a educação e o amor que me alicerçam e orientam.

E agradeço ao leitor, você abrilhanta este trabalho.

*"We refuse to believe that the bank of justice is bankrupt.
We refuse to believe that there are insufficient funds
in the great vaults of opportunity....
And so, we've come to cash this check,
a check that will give us upon demand the riches of freedom and the security of justice."*

Martin Luther King, 1969.

RESUMO

Embora restem poucas dúvidas acerca da influência do direito sobre a promoção do desenvolvimento e do crescimento econômico, o modo como essa relação se estrutura e exerce suas influências ainda é alvo de intenso debate acadêmico global. Esta monografia tem por objetivo analisar as principais teorias que pretendem explicar o papel do direito em relação ao funcionamento dos mercados financeiros. Pistor (2012) sustenta que a literatura conhecida como “direito e finanças” domina as discussões sobre o propósito do direito na regulação do sistema financeiro global e em escala nacional. No entanto, a realidade contemporânea desafia esse domínio. Por um lado, a eclosão de eventos como a crise financeira de 2008 solapa a confiança na eficiência dos mercados, na arquitetura regulatória atual e nos modelos vigentes de governança corporativa do sistema financeiro. Por outro, surgem análises multidisciplinares lideradas por juristas que, mais do que evidenciar assimetrias sistêmicas, buscam oferecer respostas regulatórias não apenas mais condizente com o atual perfil do sistema financeiro internacional, como também mais coesa com os imperativos de justiça social e econômica.

Palavras-chave: Regulação dos mercados financeiros; Direito e Finanças; Novo Direito e Desenvolvimento; Análise Jurídica da Política Econômica; Teoria Jurídica das Finanças.

ABSTRACT

Although there is little doubt about the influence of law on the promotion of development and economic growth, how this relationship is structured and how law exerts its influence over economy is still a matter of intense global academic debate. This paper aims to analyze the main theories that try to explain the role of law in relation to the functioning of the financial markets. Pistor (2012) argues that the Law and Finance literature dominates the discussions about the purpose of the law in regulating the global financial system and also on a national scale. But the contemporary reality challenges that domain. On the one hand, the emergence of events such as the 2008 financial crisis undermines confidence in market's efficiency, the current regulatory architecture and the prevailing models of corporate governance of the financial system. On the other, there are multidisciplinary analysis led by lawyers who, more than highlight systemic imbalances, seek to provide regulatory responses not only more consistent with the current profile of the international financial system, but also more cohesive with the imperatives of social and economic justice.

Keywords: Financial markets regulation; Law and Finance; New Law and Development; Legal Analysis of Economic Policies; Legal Theory of Finance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Associações entre Instituições Jurídicas e Instituições Econômicas conforme a literatura *Law and Finance*

Figura 2 – Interpretação da teoria sobre as origens como teoria explicativa

Figura 3 – Síntese gráfica da Análise Posicional

Figura 4 – Nova análise contratual

Figura 5 – Transmissão transnacional de alterações de política econômica

Figura 6 – Dinâmica de expansão e contração do sistema monetário

Figura 7 – Evidências empíricas da Teoria Jurídica das Finanças

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
1.1. Tema	10
1.2. Justificativa	11
1.3. Metodologia	16
2. ARCABOUÇO TEÓRICO DOMINANTE: <i>LAW AND FINANCE</i>	18
2.1. Teoria sobre as origens	24
2.2.1. Quantificação do direito: debates sobre mensuração e reducionismo	24
2.2.2. Famílias jurídicas: sistematização e obsolescência do debate	33
2.2.3. Ampliação do conceito de origens: controle social e cunho ideológico.....	40
2.2.4. Impacto do direito: desempenho econômico e variedades do capitalismo.....	44
2.2. Interpretação tripartite da teoria sobre as origens.....	47
2.2.1. Teoria sobre as origens como teoria explicativa	47
2.2.2. Teoria sobre as origens como teoria preditiva.....	52
2.2.3. Teoria sobre as origens como teoria normativa.....	54
3. ABORDAGENS TEÓRICAS ALTERNATIVAS.....	60
3.1. Novo Direito e Desenvolvimento (<i>New Law and Development</i>)	60
3.2. Análise Jurídica da Política Econômica	69
3.3. Teoria Jurídica das Finanças (<i>Law in Finance</i>).....	76
4. ALGUMAS AVALIAÇÕES.....	84
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	91
6. REFERÊNCIAS	94

1. INTRODUÇÃO

1.1. Tema

Apesar de existir vasta literatura econômica que sustente o argumento da superioridade de instituições jurídicas anglo-americanas para atrair capital financeiro (LEVINE, 2005), o tema as interações entre direito, desenvolvimento financeiro e crescimento econômico ainda suscita questionamentos por parte de juristas do direito comparado e demais estudiosos do desenvolvimento (ROE, 2007; MICHAELS, 2009a; PISTOR, 2013a). Como pano de fundo desse debate se expõe a promoção, nas últimas duas décadas, de reformas jurídicas que visam à melhoria do ambiente de negócios no mundo.

Esse movimento, capitaneado por órgãos e entidades internacionais, como o Banco Mundial (KREVER, 2013), baseia-se no pressuposto de que estilos de controle social cujas origens remetem a acontecimentos históricos medievais ou às revoluções liberais dos séculos XVI a XVIII (em particular, a gloriosa e a francesa) continuam a produzir obstáculos à integração global e ao desenvolvimento econômico-social pelo mundo, bem como a se perpetuar por meio de tradições jurídicas e transplantes legais (GLAESER e SHLEIFER, 2002; LA PORTA et al, 2008). Não é de hoje que as interseções entre direito, economia e desenvolvimento despertam o interesse de estudiosos do assunto. Já no século XIX, foi marcante nesse debate o contraste entre o determinismo econômico de Karl Marx, que sustentava a redução do direito a um instrumento das forças econômicas, e a análise de Max Weber, para quem a racionalidade do direito foi ingrediente fundamental para o nascimento do capitalismo (GINSBURG, 2000; MILHAULT e PISTOR, 2008).

Mas a realidade contemporânea é mais complexa: a financeirização¹ da economia mundial acompanhada da ascensão da sociedade de mercado² concorrem com reverberações da crise financeira de 2008³, considerada a pior desde a Grande Depressão da década de 1930 (AKERLOF e SHILLER, 2009). Nos últimos trinta anos, os serviços financeiros ganharam importância em relação aos setores tradicionais da economia, como a indústria, graças à queda de fronteiras à mobilidade de capitais (EPSTEIN, 2005). Ocorreu também a monetização de

¹ Epstein (2005) a conceitua financeirização como o crescimento da relevância das motivações financeiras, mercados financeiros, atores e instituições financeiras no funcionamento e na operação das economias domésticas e internacional.

² Sandel (2013) define a sociedade de mercado como o local em que o mecanismo de mercado deixa de ser apenas um meio de organização da atividade econômica, para ter primazia nas escolhas morais da sociedade.

³ Considerado um dos momentos-chave da crise, em 15 de setembro de 2008, um dos quatro maiores bancos de investimentos dos Estados Unidos, Lehmann Brothers, ajuizou o maior pedido de falência desse país: mais de US\$639 bilhões em ativos e US\$619 bilhões em dívidas. A crise financeira global que se instalou naquele ano foi responsável pela erosão de aproximadamente US\$10 trilhões no mercado de ações somente no mês de outubro de 2008 (WIGGINS, PIONTEK e METRICK, 2014).

valores em substituição à ética e à moral, o que decorre do predomínio da concepção de superioridade do mercado como mecanismo de organização da vida em sociedade (SANDEL, 2013).

A crise de 2008 representou falha generalizada da regulação do sistema financeiro (GADINIS, 2013) e pôs em xeque a estrutura por ela adotada, fundada na medição e gerenciamento de riscos por parte de instituições financeiras (ROMANO, 2014). Essa crise exigiu solução ainda não completamente definida para um problema paradoxal enfrentado pelo governo dos Estados Unidos, no outono de 2008: evitar o colapso do sistema financeiro mediante o resgate bilionário de instituições financeiras consideradas “grandes demais para falir”⁴, ainda que às custas de contribuintes, de empregos, de poupanças e de lares dos cidadãos daquele país (PISTOR, 2014b).

O Brasil não se manteve isolado dos efeitos dessa crise internacional. Apesar de vigoroso crescimento nos dois anos que se seguiram, houve em 2009 retração de 0,2% do Produto Interno Bruto (PIB). O Governo de Dilma Rousseff (2011-2014), fundamentando-se no desaquecimento da economia internacional e no aumento da liquidez internacional, que por sua vez afetava negativamente a taxa de câmbio, no sentido de valorização da moeda nacional, fez uso de políticas contracíclicas – por exemplo, desonerações tributárias (RABELO, 2010).

Diante desse cenário, acolhido o pressuposto de que o direito importa para o desenvolvimento, ainda que de modo não totalmente compreendido, o objetivo geral do presente estudo é analisar as principais teorias que pretendem explicar o papel do direito em relação ao funcionamento do mercado financeiro. Os objetivos específicos são: traçar um panorama contemporâneo analítico das principais teorias que buscam explicar o entrelaçamento entre instituições jurídicas, desenvolvimento financeiro e desempenho econômico; identificar as mais relevantes críticas tecidas às abordagens analisadas; observar o papel reservado ao jurista por cada uma dessas teorias; e identificar eventuais lacunas teóricas a serem preenchidas por estudos futuros.

1.2. Justificativa

Teorias importam: são fundamentais para orientar qualquer investigação, pois definem ‘o que há’ para ser investigado. Popper (1963) sustenta ser um absurdo pensar em observação

⁴ Trata-se do risco sistêmico conhecido pela alcunha “*too big to fail*”, segundo o qual algumas instituições financeiras tornaram-se críticas demais para a economia a ponto de que o governo tenha que socorrê-las com recursos públicos a fim de evitar eventuais pedidos de falência em cascata, bem como a perda da confiança na sustentabilidade do sistema financeiro (KHANDANI, LO e MERTON, 2013).

pura, sem haver qualquer seleção prévia de um determinado objeto, uma tarefa determinada, um problema, um ponto de vista⁵. Diz ele que a “observação é sempre seletiva”. A concepção prévia do fenômeno a ser observado implica a descrição de semelhanças, diferenças e classificações que se fundamentam em interesses, em pontos de vistas e em escolhas de problemas. Popper defende, por isso, que a teoria, na forma de hipótese a ser testada e eventualmente falsificada, antecede a observação. Toda teoria também é uma proibição a evidências que contrariem o horizonte de expectativas do observador – quanto mais uma teoria proíbe, melhor ela é (POPPER, 1963).

Strange (1998), ao criticar a miopia de teóricos sociais de não enxergar a relevância do sistema financeiro para a política doméstica e internacional, adverte que, uma vez desenhados conceitos muito restritos do objeto de pesquisa – no caso dela, a política –, as questões formuladas na investigação também são igualmente restritas, assim como a metodologia utilizada para respondê-las, o que compromete toda a pesquisa e pode criar uma prisão conceitual ao observador⁶.

Robert Cox (1981) vai além: teoria sempre beneficia alguém e algum propósito, pois, por mais sofisticada que seja, carrega em si não apenas a tentativa de transcender o presente por meio de elaborações atemporais, mas também uma perspectiva de mundo, presa no tempo-espço a experiências passadas e expectativas futuras.

Especificamente sobre o sistema financeiro e sua regulação, a teoria define não apenas como se pensa o mercado, mas igualmente determina o propósito da regulação estatal (PISTOR, 2012). Gilpin (2001) sustenta que a ascensão da teoria neoliberal na década de 1980 fundamentou alterações significativas no sistema financeiro. Strange (1998) também sustenta que as mudanças da indústria financeira se devem em grande parte à disseminação da visão segundo a qual os mercados são eficientes e autorreguláveis: a economia tradicional, calcada na teoria liberal econômica, defende que a queda das barreiras para o capital é pressuposto para que a economia de mercado proceda à alocação eficiente de recursos, dos quais todos supostamente se beneficiam. Segundo Levinson (2014), quatro tipos de mudança institucional no âmbito dos mercados financeiros aconteceram nos últimos trinta anos: (i) desregulação, iniciada em 1975, com queda das restrições para diferenciação de comissões na corretagem de

⁵ Popper (1963) questiona a ausência de sentido no imperativo “observe!”, sem haver qualquer entendimento prévio ou menção do objeto direto. Essa anedota ilustraria a exigência de uma seletividade inerente a qualquer observação.

⁶ Para Strange (1998), a literatura de relações internacionais e ciência política era incapaz de entender o funcionamento da política pela ênfase respectivamente em conflitos internacionais e na promoção de valores liberais. A adoção de conceitos excessivamente restritos acerca do que era a política, para Strange (1998), necessariamente limitava o escopo do que poderia ser encontrado como explicação.

ações nos EUA; (ii) liberalização, com redução das barreiras estatais à participação estrangeira; (iii) consolidação, com a fusão de instituições financeiras, o que aconteceu principalmente após a crise financeira de 2008; e (iv) globalização, com a operação transnacional de importantes instituições financeiras.

Akerloff e Shiller (2009) sustentam que essa teoria econômica dominante falha ao ignorar motivações não econômicas, bem como escolhas desorientadas – por eles definido como “espírito animal”, elemento de incerteza e ambiguidade na economia. Por isso, argumentam eles, a exuberância irracional humana⁷ e crises financeiras são vistas como choques adversos, longe de características próprias do mecanismo econômico. Permanece assim marginalizada a noção de que crises financeiras encontrem sua causa numa suposta instabilidade financeira natural e inevitável da economia capitalista moderna, originadas de choques, deslocamento de investimentos e expansões vertiginosas do crédito bancário (MINSKY, 1986).

Apesar de eventuais incompletudes, a teoria dominante influencia decisões sobre o mundo real, tomadas por políticos, reguladores e investidores em escala global (DAVIS e KRUSE, 2007). Inclusive, para Strange (1998), teorias ruins podem fundamentar políticas ruins: em vez de reforçar os potenciais benefícios dos mercados abertos, políticas que seguiram recomendações da teoria econômica liberal teriam aumentado a fragilidade e os riscos da economia mundial, o que se manifestaria por quatro vias: (i) crises de liquidez; (ii) preferência por investimentos especulativos; (iii) inclinação dos governos por políticas deflacionárias (menos crescimento e menos inflação); e (iv) pressão por facilidade de saída de capitais. A adoção de tal receituário teria sido benéfica apenas às elites financeiras das economias desenvolvidas e em desenvolvimento (STRANGE, 1998; KREVER, 2013), capazes de influenciar a regulação do setor financeiro a seu favor (COFFEE, 2012; GADINIS, 2013).

A crise financeira de 2008 seria uma boa ilustração disso. Cheffins (2015) sustenta que o grande crescimento das instituições financeiras, a desregulação do mercado financeiro, a diversificação dos serviços financeiros, bem como a diferenciação do sistema de governança corporativa especificamente para as instituições bancárias contribuíram para a demasiada discricionariedade gerencial de executivos de entidades bancárias. Isso esteve intimamente ligado com a assunção de riscos excessivos tomados pelas instituições financeiras, o que mais

⁷ Shiller (2015) define por exuberância irracional a base psicológica de bolhas especulativas, que constituem situação em que aumento no preço de ações enche de entusiasmo o investidor, o que contagia psicologicamente outras pessoas e, por sua vez, reforça a alta das ações e amplifica justificativas dessa alta, atraindo mais classes de investidores por meio de inveja do sucesso alheio, bem como de otimismo excessivo.

tarde possibilitou a emergência da crise generalizada. Essa exposição ao risco, no entanto, beneficiava não apenas os executivos-chefes, com maiores prêmios, mas também grandes investidores institucionais⁸, com maiores retornos, os quais, por sua vez, reforçavam estratégias de tomadas de maiores riscos (CHEFFINS, 2015).

Além das incertezas postas pela crise financeira de 2008 sobre uma nova arquitetura regulatória capaz de evitar novas perdas (ROMANO, 2014), bem como do pessimismo de que as soluções encontradas não sejam suficientes (SCHWARCZ, 2014), a realidade contemporânea apresenta contexto peculiar: a maior importância das finanças para a economia global. Segundo Levinson (2014), o total mundial de financiamentos realizados via mercado de capitais somava US\$6,5 trilhões em 2011, excluindo-se o crédito doméstico não securitizado e revendido. Uma estimativa do valor de todos os ativos financeiros negociados nesses mercados chegou a US\$180 trilhões naquele mesmo ano. Somente o estoque de *funding* transnacional, que inclui empréstimos de bancos internacionais e emissão de títulos de dívida, chegou a US\$52 trilhões em 2013. Outra importante alteração diz respeito à queda da utilização internacional de títulos de dívida (*debt funding*⁹) de quase 70% (perfazendo US\$705 bilhões), ao aumento da captação de recursos por meio de participações (*equity funding*¹⁰) de pouco menos de 80% (um total de US\$ 630 bilhões), e à estagnação dos empréstimos sindicalizados, aumento de 10%, no período entre 2008 e 2012 (US\$1,841 trilhão) (LEVINSON, 2014).

A globalização das finanças, ou a financeirização da economia global, potencializa ganhos e perdas, virtudes e desgraças do sistema financeiro, ignorando fronteiras entre soberanias. Trata-se do processo ocorrido nas últimas três décadas em que houve expansão significativa da participação das motivações financeiras, mercados financeiros, atores e instituições financeiras na fisiologia das economias domésticas e internacional (EPSTEIN, 2005), decorrente de vários fatores, dentre os quais: a desregulação dos mercados (SAWYER, 2014), o crescimento acelerado da complexidade da intermediação financeira, a ascensão da defesa de direitos de propriedade, bem como a ascensão de um modelo de promoção de empresas nacionais para competição internacional (DORE, 2008).

⁸ Cheffins (2013) lembra que os investidores institucionais, como fundos de pensão, seriam os investidores capazes de superar os desincentivos de monitoramento sofridos por acionistas individuais. Por isso, teriam liderado nas décadas de 1980 e 1990 agenda por melhoria da governança corporativa e dos direitos dos acionistas não controladores, inclusive com lobby para relaxamento das regras regulatórias, no intuito de ter acesso a investimentos com maiores retornos, os quais eram baseados em maiores riscos, em contrapartida.

⁹ Refere-se aos recursos de credores investidos na empresa, com o compromisso de retorno de juros fixos, acompanhado do direito de execução da garantia subjacente na hipótese de não pagamento da dívida.

¹⁰ Refere-se ao capital investido por acionistas acompanhado do direito de voto e de recebimento de dividendos.

Financeirização também é associada à mudança na fonte principal de acumulação de lucros: do comércio e da produção para ênfase no setor financeiro (KRIPPNER, 2005). Nos Estados Unidos, no final do século XX e no início do século XXI, o crescimento das instituições financeiras foi superior àquele das demais empresas (STRANGE, 1998; CHEFFINS, 2015). Segundo Cheffins (2015), a ascensão do setor financeiro não apenas acompanha o crescimento geral da economia: trata-se de ganho de importância relativo, em que entidades desse setor passaram a representar cerca de 8,3% do PIB norte-americano em 2006, em comparação com 4,9%, em 1980. Os ativos dos seis maiores bancos comerciais norte-americanos cresceram quatro vezes mais em relação ao PIB daquele país entre 1994 e 2009. Além disso, no período entre 2001 e 2008, as instituições financeiras listadas no índice S&P500 apresentaram desempenho superior a todas as demais (CHEFFINS, 2015).

Contudo, a teoria tem influenciado de forma profunda não somente a transformação da economia global por meio do sistema financeiro: crises financeiras evidenciam liame entre fluxos de capital e a fruição de direitos.

Toda economia, conforme Castro (2005) (que se apoia em Karl Polanyi), repousa sobre um substrato social que não é fixo nem imutável nem é definido apenas em termos econômicos. Na vida social, grupos e indivíduos podem atribuir considerações especiais de valor ou proteções – uma certa indisponibilidade circunstancial – sobre certas noções que se aplicam construções sociais de relações e bens, incluem crenças, sentimentos, símbolos afetivos ou culturais. A essas relações sociais, nem sempre orientadas a favor da troca de bens, os indivíduos de um dado grupo podem atribuir um significado não precificável a princípio – o valor é apenas secundariamente vinculado ao preço econômico.

Castro (2014) observa que a fruição empírica de direitos fundamentais subjetivos, como o direito ao trabalho e o direito à saúde, também se condiciona cada vez mais aos fluxos financeiros, que fogem do controle integral por meio do emprego da força. Direitos básicos, como alimentação e moradia, hoje são cotidianamente colocados à disposição apenas por intermediação monetária, o que vincula o gozo de direitos constitucionalmente assegurados à oferta de crédito disponível, incluindo seus custos, pois o preço de bens de consumo elementares tem embutido o custo do crédito utilizado pelo produtor para disponibilizar esses mesmos bens e é repassado cumulativamente na cadeia produtiva por meio de agregados contratuais até o consumidor final (CASTRO, 2014). Consequentemente, decisões de política econômica afetam diretamente as possibilidades de fruição de direitos (CASTRO, 2009). Mesmo assim, no Brasil, o governo introduziu em 2015 modificações em sua política econômica, tratadas pela alcunha de “ajuste fiscal”, com a finalidade de reduzir despesas e

aumentar receitas estatais, sem haver qualquer discussão prévia sobre os efeitos dessas medidas sobre o gozo efetivo de direitos assegurados constitucionalmente¹¹ nem sobre os efeitos distributivos sobre distintos grupos sociais.

1.3. Metodologia

Este estudo é fruto de revisão bibliográfica dos principais artigos veiculados em periódicos científicos, bem como em livros, sobre governança corporativa, finanças internacionais e o papel de instituições jurídicas na promoção do desenvolvimento econômico, com ênfase nas publicações apresentadas nos últimos vinte anos. Essa investigação se funda no pensamento de Strange (1998), para quem a compreensão do sistema financeiro exige abordagem multidisciplinar. Igualmente, parte-se do pressuposto de que a academia é o local mais adequado para debater mudanças no sistema financeiro, pois aquele ambiente congrega atores mais livres de interesses, em contraposição a políticos e aos próprios operadores dos mercados (STRANGE, 1998).

A pesquisa realizada também se nutre da intuição de Bagehot (1873), Hicks (1969) e Schumpeter (1911), que defendem ser essencial o papel do sistema financeiro para a mobilização de fluxos financeiros na direção do desenvolvimento econômico na medida em que são as instituições intermediadoras quem identificam e financiam os empreendedores com as melhores oportunidades de inovação.

Esta monografia segue estrutura desenhada por Pistor (2012), para quem a regulação do mercado financeiro apresenta cenário em que há lugar de destaque para um arcabouço teórico sustentado em grande parte por premissas emprestadas da teoria econômica dominante. Nomeadamente, dedica-se a segunda seção à literatura Direito e Finanças (*Law and Finance*), que é analisada por três prismas: (i) sua diferenciação em relação à corrente Análise Econômica do Direito (*Law and Economics*); (ii) análise balizada pelas proposições da Teoria sobre as Origens, fórmula mais sofisticada da literatura *Law and Finance*; e (iii) exame dessa teoria a partir das três interpretações dela possíveis – caracteres explicativo, preditivo e normativo.

Na terceira seção, debruça-se sobre três abordagens alternativas, que se destacam das demais críticas direcionadas ao arcabouço dominante pelo cunho holístico de compreensão do entrelaçamento entre direito, desenvolvimento financeiro e desempenho econômico. São elas:

¹¹ FOLHA DE SÃO PAULO, 14/09/2015, Governo anuncia corte de R\$ 26 bilhões e quer ressuscitar CPMF. Acessado em <http://www1.folha.uol.com.br/poder/2015/09/1681450-corte-de-gastos-do-governo-deve-ficar-proximo-a-r-26-bilhoes.shtml>

(i) o Novo Direito e Desenvolvimento (NDD); (ii) a Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE); e (iii) a Teoria Jurídica das Finanças (TJF).

Ao fim, consolidam-se na quarta seção algumas breves avaliações realizadas com base na revisão bibliográfica sobre os pontos mais relevantes de todos esses discursos teóricos e seus respectivos impactos sobre a regulação do sistema financeiro. Na quinta seção, encerra-se com sucinto resumo desta monografia.

2. ARCABOUÇO TEÓRICO DOMINANTE: *LAW AND FINANCE*

A ligação entre finanças e crescimento econômico levanta a questão sobre os elementos determinantes do desenvolvimento financeiro. Parte da literatura econômica sustenta que a proteção legal de investidores externos à empresa limita a possibilidade de desvio, por parte de agentes internos à organização, dos recursos nela investidos, o que asseguraria a oferta de mais recursos a essas sociedades empresárias e, visto em larga escala, o desenvolvimento financeiro (JENSEN e MECKLING, 1976). Esse foi o pressuposto assumido (e transformado em hipótese empírica) por uma corrente conhecida atualmente por *Law and Finance*, que, nas últimas duas décadas, tem defendido o desenvolvimento financeiro e econômico como produto da tradição jurídica seguida por um país, no sentido de que o arcabouço jurídico e institucional possuiria efeito causal sobre o crescimento econômico (LA PORTA et al. 1998; HARRIS, 2008; MALMENDIER, 2009). Como resultado, a relevância do direito para economia, em geral, e para as finanças, em particular, ganhou espaço no debate acadêmico e jurídico a ponto de se tornar o paradigma teórico dominante na compreensão da interseção entre direito e finanças em âmbito internacional (GAROUPA e PARGENDLER, 2014; PISTOR, 2012).

O primeiro – e, talvez, mais influente – estudo dessa literatura, apresentado por La Porta et al.¹² em um par de artigos de 1997 e 1998, constitui-se em pesquisa empírica de direito comparado, que codificou e mensurou o nível de proteção legal oferecido a investidores, credores e acionistas, por leis comerciais de 49 países, que seguem as tradições do *civil law* e do *common law*.

O estudo de LLSV (1997, 1998) seguiu caminho traçado por outro que lhe foi anterior, de Shleifer e Vishny (1997), sobre governança corporativa¹³ (KAPLAN e ZINGALES, 2014). Ao analisar as formas pelas quais investidores garantem o retorno de investimentos junto aos gestores das empresas, Shleifer e Vishny (1997) concluíram que a competição, a reputação das empresas¹⁴, bem como o otimismo demasiado¹⁵ por parte dos investidores são fatores incapazes

¹² Os quatro autores do estudo em questão são citados geralmente a partir de suas iniciais, LLSV. Segundo Collison et al. (2011), os quatro autores são os mais influentes no mundo na área de economia relacionada à atividade bancária: Shleifer, com 3.765 citações no *Essential Science Indicators*, seguido por Lopez-de-Silanes, com 2.396, La Porta, com 2.394, e Vishny, com 1.531.

¹³ No estudo *A Survey of Corporate Governance* (1997), Shleifer e Vishny conceituam governança corporativa como forma pela qual investidores garantem o retorno dos recursos investidos junto a empresas. Mecanismos de governança corporativa, por sua vez, são conceituados como instituições econômicas e jurídicas que podem ser alteradas por meio de processo político.

¹⁴ Segundo essa explicação, os gestores retornam os rendimentos dos recursos investidos porque esperam captar mais recursos no futuro junto ao mercado de capitais. Por isso, estabelecer uma boa reputação de pagamento é fundamental para influenciar futuros investidores (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

¹⁵ Conforme essa abordagem, os investidores ofereceriam seus recursos, esperando valorizações em papéis de curto-prazo da empresa, sem refletir sobre os meios de reaver seus investimentos. Uma possibilidade extremista

de explicar por completo a captação de recursos no mercado financeiro. Em seu lugar, Shleifer e Vishny (1997) sugerem a concentração da propriedade e a proteção legal dos investidores, acionistas e credores, como abordagens essenciais de um bom sistema de governança corporativa¹⁶.

A noção, entretanto, de que as regras jurídicas exercem papel fundamental na organização da atividade econômica, de forma geral, e na governança corporativa, em especial, antecede também o estudo de Shleifer e Vishny (1997): está presente na visão contratual da empresa, de Coase (1937), acolhida na teoria da estrutura da propriedade da firma, de Jensen e Meckling (1976), a qual foi a perspectiva teórica eleita por aqueles autores para basear sua investigação.

A teoria da estrutura da propriedade da firma integra elementos das teorias econômicas da agência¹⁷, dos direitos de propriedade¹⁸ e das finanças¹⁹, e assume que a empresa, embora seja percebida como uma unidade por meio de uma ficção jurídica, é em sua essência um complexo de vínculos contratuais entre indivíduos com objetivos conflitantes. Trata-se de teoria oposta à tradicional visão que toma a firma apenas como um agente do mercado, uma “caixa-preta” (JENSEN e MECKLING, 1976). Apesar de não ter sido o primeiro estudo com foco na

seria a ocorrência de um Esquema Ponzi, no qual a empresa que capta recursos utiliza recursos de maneira fraudulenta e sequencial: paga altos rendimentos a investidores passados com os recursos de investidores futuros (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

¹⁶ Uma das conclusões a que chegou o estudo foi de que os três sistemas de governança corporativa analisados, Estados Unidos, Alemanha e Japão, apresentam combinações significativas de proteção jurídica de investidores com concentração da propriedade, sejam por meio de acionistas majoritários, reorganizações societárias ou grandes credores bancários.

¹⁷ Segundo Jensen e Meckling (1976, pp. 308), a teoria da agência explica o comportamento empresarial com base na diferença de interesses entre administradores da empresa, detentores do controle gerencial, e investidores, detentores da propriedade da empresa. O relacionamento de agência envolve um contrato pelo qual o principal (indivíduo ou grupo proprietário) delega poderes a outrem (o agente) para que este realize atividades de interesse daquele. Partindo da premissa de que ambos sejam maximizadores de utilidade, a teoria assume que há incentivos para divergência entre o comportamento do agente e o interesse do principal. Tal divergência pode ser limitada pelo principal, mas isso implica custos (custos de agência), que podem ser resumidos em: (i) custos de monitoramento do agente pelo principal; (ii) custos (pecuniários ou não) do próprio agente para demonstrar o cumprimento de suas obrigações ao principal; (iii) custos de elaboração de contratos que visem à redução dos custos de agência; e (iv) perdas residuais decorrentes da redução de riqueza pelo principal e resultantes das divergências não evitadas entre as decisões do agente e os interesses do principal.

¹⁸ Segundo Demsetz (1967), os direitos de propriedade são entendidos como um feixe de direitos sobre uma coisa, um instrumento da sociedade que permite a um indivíduo formar expectativas de manter esse bem sob seu controle no relacionamento com os demais participantes da sociedade. Apesar dessa ampla definição da teoria dos direitos de propriedade, Jensen e Meckling (1976, pp.307) restringem os direitos de propriedade àquilo que é geralmente definido contratualmente sobre a determinação acerca de como ganhos e custos serão distribuídos entre os participantes de uma organização empresarial.

¹⁹ Segundo Fama e Miller (1972), a teoria das finanças trata de como os indivíduos e empresas alocam recursos ao longo do tempo. Ela explica como a existência de mercado de capitais, que permitem meios de troca de recursos disponíveis em diferentes pontos no tempo, facilitam soluções aos problemas de alocação de recursos por parte das empresas.

separação propriedade/control²⁰ nem ter feito menção expressa à “governança corporativa”, a teoria da estrutura da propriedade da empresa tornou-se ponto de partida para pesquisas nessa área²¹ e hoje é considerada pedra angular da economia financeira (SAITO e SILVEIRA, 2008).

Para a teoria da estrutura da propriedade da firma, uma peculiaridade da empresa contemporânea é a separação entre “propriedade dos ativos”, nas mãos de investidores externos, e o “controle da empresa”, submetido aos gestores internos – em termos utilizados por Shleifer e Vishny (1997), trata-se da separação entre “finanças” e “gestão”. Tal separação aproximaria a empresa de um relacionamento do tipo “agente-principal”²², no qual uma ou mais pessoas (principal) atribui poderes de decisão a um terceiro prestador de serviços (agente). Considerando-se a possibilidade de divergência entre as ações tomadas pelo agente e aquelas mais condizentes com o interesse do principal, esse tipo de relação, ainda que haja meios de limitar essa eventual divergência, apresenta um custo²³. Portanto, a separação entre propriedade e controle nas empresas²⁴ as insere dentro do contexto do problema dos custos de agência. Em outras palavras, se as empresas são concebidas como complexos contratuais com alguma delegação de poderes de decisão, o problema do agente-principal e os consequentes custos emergiriam em todos esses contratos (entre trabalhadores, credores, administradores, acionistas, fornecedores etc.).

La Porta et al. (2000a) afirmam que a abordagem de Jensen e Meckling (1976) pertence à literatura *Law and Economics* e foi utilizada como base científica para a conclusão de que a maior parte das regulações do mercado financeiro seria desnecessária no tocante à governança corporativa. La Porta et al. (2000a) observam que esse discurso teórico pressupõe que os

²⁰ A primeira análise nesse sentido foi realizada em *The Modern Corporation and Private Property*, por Berle e Means (1932), que dominou a agenda de pesquisa da academia norte-americana de direito comercial nos 50 anos seguintes à sua publicação. Segundo essa abordagem, as empresas modernas se caracterizam pela separação entre aqueles que possuem a propriedade jurídica sobre elas e aqueles que as controlam de fato. O primeiro grupo seria representado por acionistas, enquanto o segundo, pelo conselho administrador e os gerentes empresariais. Tal divisão resulta em grupos gerenciais que buscam benefícios privados do controle em detrimento dos interesses dos acionistas, que, por serem difusos, possuem poucos incentivos ao monitoramento das empresas em que alocaram seus recursos. Em consequência, sem regulação robusta, acionistas seriam prejudicados por poderosos executivos (CHEFFINS, 2013).

²¹ Cheffins (2013) afirma que o estudo de Jensen e Meckling (1976) é o mais citado em pesquisas sobre governança corporativa. O autor, citando Ocasio e Joseph (2005), afirma que 1976 também foi o ano em que pela primeira vez o termo “governança corporativa” foi utilizado pela primeira vez em pelo periódico oficial do governo federal norte-americano.

²² Ver nota 17.

²³ Shleifer e Vishny (1997) citam como custos diretos a expropriação de bens por parte dos gestores mediante a utilização de preços de transferência. Mencionam ainda Grossman e Hart (1988), que descrevem outras formas manifestação desse problema: benefícios privados do controle, como ganhos indiretos e viagens supérfluas, expansão irracional da empresa, permanência do gestor em cargo de direção ainda que contrariamente aos interesses dos acionistas.

²⁴ Jensen e Meckling (1976) afirmam que o problema do agente-principal ocorre em todas as organizações e em todos os esforços de cooperação, em todos os níveis de administração.

contratos financeiros envolvem partes sofisticadas e racionais, as quais, na média, reconhecem o risco de expropriação de seus investimentos, penalizam as empresas que falham tanto com suas obrigações contratuais de divulgação de informações sobre suas atividades quanto no seu bom tratamento com investidores.

Para ilustrar, quando um investidor aloca seus recursos em uma determinada empresa e essa empresa falha em cumprir obrigações com ele assumidas, como obrigações de divulgação de informações contábeis, a teoria de Jensen e Meckling (1976) considera que isso representa um abalo na reputação da empresa, o que será considerado pelos demais investidores em dali em diante. Assim, os investidores seriam capazes de impor sanções a empresas que agissem em desacordo com as expectativas deles, imposições essas por meio de maiores exigências de retornos ou mesmo encarecendo o crédito a empresa, por exemplo.

Jensen e Meckling (1976) sustentam, entretanto, que isso é apenas parte da explicação do funcionamento do mercado financeiro. A possibilidade de que tal sanção imposta pelos investidores aconteça funciona na teoria da estrutura de propriedade da firma como um incentivo *ex ante* que disciplina o próprio comportamento do gestor da empresa, no sentido de evitar que a empresa falhe com suas obrigações contratuais. Jensen e Meckling (1976) argumentam que isso ocorre porque as empresas internalizam os custos de agência (os custos de divergência entre proprietários e controladores) quando há emissão de títulos e valores mobiliários (*securities*). Assim, os gestores teriam o incentivo de restringir seus próprios poderes de controle, por meio de contratos com os investidores, no sentido de limitar a chance de expropriação e desvio dos recursos investidos. Isso seria responsável por reduzir os custos de agência e, por consequência, por aumentar investimentos na empresa (JENSEN e MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) sustentam ainda que o direito tem impacto sobre a atividade econômica quando estabelece os tipos de contratos possíveis, bem como regula o escopo daquilo que pode ser contratado, no intuito de reduzir os custos de agência: quais contratos podem ser pactuados entre os indivíduos e organizações, as hipóteses de acionamento da jurisdição estatal e a forma de resolução de conflitos entre as partes contratantes. A influência do direito decorre do fato de que as empresas não são indivíduos, mas, sim, ficções jurídicas cujo comportamento pode ser entendido como aquele resultante do equilíbrio alcançado por indivíduos com objetivos conflitantes dentro de uma estrutura de relações contratuais²⁵. Por

²⁵ Jensen e Meckling (1976) fazem uma curiosa analogia entre essa concepção da empresa e a concepção dominante do mercado: em ambos o comportamento final resultaria de um processo de equilíbrio complexo entre

isso, o sistema legal determinaria a produtividade, lucratividade e viabilidade das várias formas de organização econômica (JENSEN e MECKLING, 1976).

Pressupondo que os investidores sejam capazes de sancionar empresas inadimplentes e que os gestores considerem essa capacidade como um incentivo à auto restrição de poderes de controle mediante contratos e à consequente redução dos custos de agência, Jensen e Meckling (1976) concluem que, enquanto os contratos pactuados entre investidores e empresas forem devidamente aplicados pelo Judiciário, conforme pressupõe Coase (1961), ²⁶ não seria necessária intervenção regulatória sobre os mercados financeiros, em um ambiente de competição (STIGLER, 1971; LA PORTA et al. 2000a).

Apesar de tais considerações sobre a importância do direito para a economia, a literatura *Law and Economics*, aqui representada pela teoria da estrutura da propriedade da firma, de Jensen e Meckling (1976), toma o cumprimento judicial de contratos como um dado pressuposto (LA PORTA et al, 2000a).

Shleifer e Vishny (1997) afastam-se de *Law and Economics* quando abandonam essa premissa. Em contrapartida, sustentam que diferenças entre as regras jurídicas protetivas aos investidores encontradas em distintas jurisdições, bem como diferenças entre a forma de cumprimento judicial de contratos observadas ao redor mundo possuem papel central na governança corporativa de cada país e, por consequência, sobre a estrutura de propriedade das empresas, bem como sobre a alocação de recursos no sistema financeiro. Shleifer e Vishny (1997) observam, inclusive, que quando dois países possuem órgãos judiciais capazes de assegurar cumprimento dos contratos equivalente, o país que oferece maior proteção legal aos investidores possui o mercado de capitais mais desenvolvido que seu par.

Os autores, dois dos quatro precursores de *Law and Finance*, descartaram assim a competição de mercado como fator suficiente para resolver os problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle. Consequentemente, Shleifer e Vishny (1997) põem em evidência o papel do direito e da regulação como forma de proteção de investidores, o que, de

interesses conflitantes. Contudo, notam uma diferença. Para a empresa, o direito confere uma ficção de unidade jurídica. Já quanto ao mercado de ações, por exemplo, comete-se o “erro” de concebê-lo como pessoa com motivações e intenções próprias, ainda que ausente qualquer previsão jurídica nesse sentido.

²⁶ Coase (1961) enfatiza os custos de transação que se referem ao próprio processo de troca econômica. Num cenário de ausência de custos, a própria negociação privada entre duas partes contratantes poderia levar uma decisão eficiente, do ponto de vista econômico. No entanto, diante da existência de custos de transação, Coase (1961) sustenta que os tribunais, diante da tomada de decisão sobre casos individuais, devem levar em consideração não apenas os benefícios gerados por essa decisão judicial, mas também os eventuais custos de transação gerados, por causa dessa mesma decisão judicial, em atividades fora do escopo do processo judicial. Ou seja, Coase (1961) defende a consideração do efeito total da decisão.

acordo com La Porta et al. (2000a), desafia a perspectiva *Law and Economics*, defensora da desnecessidade de regulação²⁷ (STIGLER, 1964; EASTERBROOK e FISCHER, 1991).

Tendo por base a visão contratual da empresa, com sua ênfase nos custos de agência e sua constatação de que a proteção dos direitos de propriedade seria fundamental para garantir investimentos, Shleifer e Vishny (1997) identificaram mecanismos de governança corporativa como instituições econômicas e jurídicas elaboradas para assegurar que os fornecedores de recursos financeiros recebam o devido retorno de seus investimentos, de acordo com o risco (CHEFFINS, 2013). Dessa maneira, posta em evidência a necessidade de proteção jurídica ao investidor, bem como o caráter institucional da governança corporativa, abriu-se caminho para pesquisas sobre qual seria o melhor sistema de governança corporativa²⁸. No entanto, diante do fato de que não havia dados sistematizados sobre governança corporativa ao redor do mundo (KAPLAN e ZINGALES, 2014), Shleifer e Vishny lançam ao final do estudo indagações sobre a natureza da proteção legal dos investidores assegurada pelos diferentes sistemas legais ao redor do mundo, bem como sobre as diferenças entre as leis comerciais e sobre as variações de aplicação judicial dessas mesmas normas, o que poderia ter grande influência sobre a governança corporativa e, por isso, sobre investimentos. Essas questões que foram posteriormente respondidas por La Porta et al. (1998), pelos estudos que neste se inspiraram e pela consolidação de toda essa literatura, a teoria sobre as origens, elaborada por La Porta et al. (2008).

²⁷ Jensen (1993), economista da abordagem *Law and Economics*, sugere mudança de percepção por parte dos economistas sobre a desnecessidade de regulação nos mercados financeiros no início da década de 1990. Para Jensen (1993), dados levantados até então teriam corroborado falhas em sistemas de controle interno encabeçados por conselhos de diretores em grandes corporações. Isso teria impedido os gestores de maximizar a eficiência e o valor dessas entidades, o que consistia em uma das proposições da teoria da propriedade da firma. Jensen (1993) afirmou que conflitos entre gestores e investidores teriam assumido papel central para entendimento das finanças. Diante da percepção de maior importância da governança corporativa, estudiosos da economia financeira teriam iniciado maior ênfase na análise do ambiente político e regulatório, o que Jensen (1993, pp. 872) chama de “política das finanças”. A partir daquele instante, Jensen (1993) sustenta que economistas inclinados à teoria normativa estariam mais interessados em fazer os sistemas de controle interno das empresas buscarem a eficiência e a otimização do valor das empresas, enquanto economistas voltados para a economia positiva teriam como maior desafio entender como esses sistemas internos interagem com fatores mercadológicos, jurídicos, políticos e regulatórios.

²⁸ Na década de 1990, discutia-se qual seria o melhor sistema de governança corporativa. De um lado, havia o sistema de propriedade dispersa, marcado por um mercado de capitais pujante, de grande transparência e fortes mecanismos de governança. De outro lado, havia um sistema de propriedade concentrada, caracterizado por mercados de capitais fracos e de baixa transparência (COFFEE, 2000). Shleifer e Vishny (1997) verificaram que sistemas bem-sucedidos de governança corporativa, como os praticados nos Estados Unidos, Alemanha e Japão, combinavam características desses dois modelos típicos: proteção jurídica aos investidores minoritários e um papel de relevância a acionistas majoritários. Apesar de esses autores não terem encontrado evidências de superioridade de um desses sistemas de governança sobre os outros dois, esses três sistemas juntos, segundo Shleifer e Vishny (1997), foram considerados superiores aos demais, como Itália e Rússia, caracterizados como de baixa proteção ao investidor minoritário ou com empresas controladas por famílias e gestores internos.

2.1. Teoria sobre as origens

A teoria sobre as origens - nome pelo qual ficou conhecida a interpretação dada por LLSV aos dados encontrados na pesquisa inicial, bem como pelos estudos que se seguiram²⁹ - afirma que as origens, conceituadas como sistemas de controle social da vida econômica³⁰ extremamente persistentes ao longo da história, têm impacto sobre o arcabouço normativo da sociedade, bem como para a atividade econômica.

Apesar de acolher algumas das críticas que surgiram nos dez anos que se seguiram a *Law and Finance* (1998), La Porta et al. (2008) mantiveram a essência (MICHAELS, 2009a) e sintetizaram o edifício teórico em quatro proposições. A primeira sustenta que os “direitos nacionais diferem de maneira padronizada, sendo possível aferir essas diferenças de modo quantitativo”. A segunda afirma que essas “variações se devem às origens históricas do sistema jurídico nacional”. A terceira assume que “as duas principais tradições jurídicas, *civil law* e *common law*, diferem no modo como buscam o equilíbrio entre a desordem dos agentes privados e o abuso do direito por parte do Estado: o *common law* fortaleceria os mecanismos de mercado, enquanto o *civil law* os restringiria ou substituiria pelo controle estatal”. A última estipula que as “diferenças entre regras jurídicas teriam relevância para o crescimento econômico e para a regulação da sociedade” (LA PORTA et al., 2008, pp. 326).

2.1.1. Quantificação do direito: debates sobre mensuração e reducionismo

A primeira coluna de sustentação da teoria sobre as origens consolida o entendimento de que é possível medir o direito, sendo a análise de regressão, com diagramas de dispersão, a principal técnica utilizada para esse fim. De um lado, o método empregado por essa abordagem foi responsável pelo mais importante desenvolvimento no direito comparado (MICHAELS, 2009a), inaugurando o que hoje se denomina “direito comparado numérico” (SIEMS, 2005) ou *comparative law and finance* (DEAKIN e SIEMS, 2010). Esse método exerceu tanta influência sobre propostas de reformas de instituições jurídicas ao redor do mundo, a ponto de Krever (2013, pp.132) afirmar que “se o direito é a nova igreja dos estudiosos do desenvolvimento, a análise quantitativa é pedra que lhe dá fundamento”. Por outro lado, o uso desse método também suscitou críticas, principalmente vindas de juristas do direito comparado tradicional,

²⁹ La Porta et al. (2008) dividem esses estudos em três categorias: (i) os que analisam os efeitos das origens sobre a proteção do investidor e desta sobre o desenvolvimento financeiro; (ii) os que examinam índices de regulação estatal sobre as atividades econômicas, como o mercado de trabalho; (iii) os que investigam os efeitos das origens sobre instituições estatais, como o Judiciário, e destas sobre os direitos de propriedade e a aplicação do direito.

³⁰ La Porta et al. (2008, pp.3) lançam a hipótese de tal controle se refletir também em outros aspectos da vida.

habituaados a pesquisas com métodos descritivos e estudos com pequeno escopo (MICHAELS, 2009a).

No primeiro trabalho da literatura *Law and Finance*, La Porta et al. (1997) verificam a existência de forte correlação entre o sistema jurídico de um país e o tamanho e amplitude do mercado de capitais, incluindo tanto *equity funding*³¹ quanto *debt funding*³². Para tanto, realizaram regressões com três categorias de variáveis. A primeira corresponde ao valor desses mercados de capitais em 49 países, bem como a facilidade de acesso a eles por das empresas domésticas, utilizando como indicadores, por exemplo, o número de firmas listadas nas bolsas de valores e o número de novas ofertas primárias de títulos e valores mobiliários (IPOs – *Initial Public Offerings*). Em uma segunda categoria, as proteções legais aos investidores asseguradas pelas leis comerciais desses mesmos 49 países são quantificadas em dois índices: um, referente aos direitos dos acionistas minoritários, que mede o quanto as leis comerciais de um país protege acionistas minoritários contra os majoritários no processo de decisão corporativo (ADRI – *Antidirector Rights Index*);³³ e outro, relacionado aos direitos dos credores, que mede a proteção proporcionada a estes, especialmente durante do processo de recuperação e falência (CRI – *Creditor Rights Index*)³⁴ (XU, 2011). Enquanto o ADRI parte do pressuposto de que o direito mais relevante é o de voto, o CRI pressupõe ser mais importante o direito de determinar a liquidação de garantias na hipótese de não adimplemento. Uma terceira categoria de variáveis inclui tanto a origem legal do sistema legal de cada país – a amostra foi dividida em quatro categorias, países de *common law*, do ramo francês do *civil law*, do ramo germânico do *civil law* e do ramo escandinavo do *civil law* – quanto a qualidade de aplicação do direito, verificada a partir de índices sobre a normatividade do direito nos países da amostra³⁵.

³¹ Ver nota 10.

³² Ver nota 9.

³³ O ADI é índice que agrega seis variáveis indicativas da existência de seis regras favoráveis aos acionistas dentro de uma jurisdição: (i) possibilidade de o acionista votar por outro meio que não o presencial; (ii) possibilidade de negociação de ações da empresa anterior a assembleias gerais; (iii) existência de representação proporcional no conselho diretor; (iv) existência de mecanismos judiciais para contestação de decisões majoritárias; (v) percentual mínimo de ações necessário menor ou igual a 10% para haver chamada de assembleia extraordinária; e (vi) existência de preferência na compra de novas emissões (direitos “anti-diluição”). Se o país analisado possuía qualquer dessas previsões em seu direito, era anotado valor 1. Caso contrário, zero. O ADI varia, portanto, de zero a seis (LA PORTA et al., 1997; SPAMANN, 2010).

³⁴ O CRI é índice que agrega quatro variáveis: (i) existência de requisitos mínimos obrigatórios, como consenso de credores, para pedido de recuperação judicial; (ii) possibilidade de liquidação de garantias em caso de aprovação do pedido de recuperação judicial; (iii) preferência para credores com garantia em caso de falência; e (iv) nomeação judicial ou pelos credores de novo administrador em caso de recuperação judicial. Se o país analisado possuía qualquer dessas previsões em seu direito, era anotado valor 1. Caso contrário, zero. O ADI varia, portanto, de zero a quatro (LA PORTA et al., 1997).

³⁵ Trata-se de média das medidas mensais de “rule of law”, que variam de zero a dez, aferidas entre os anos 1982 e 1995, segundo o *International Country Risk Guide* (ICRG), um índice resultante de mais de trinta métricas.

A segunda versão do estudo apresentado por La Porta et al. (1998), embora siga a mesma estrutura do trabalho do ano anterior, apresenta regressões distintas, bem como um maior número de indicadores relativos à qualidade de aplicação das leis, para além da força normativa do direito: (i) eficiência do sistema judicial, (ii) corrupção, (iii) risco de desapropriação, nacionalização ou confisco, pelo governo e (iv) risco de questionamento de contratos pelo governo. Foram também adicionados outros indicadores sobre a dispersão da propriedade em empresas de capital aberto, com análise da composição societária das dez maiores entidades empresárias de cada país da amostra. Quanto aos índices ADRI e CRI, manteve-se a metodologia do estudo anterior, de 1997, obtendo-se como resultado nesses dois índices respectivamente: os países de *common law* atingiram média 4,00 e 3,11; os países de *civil law* do ramo escandinavo, 3,00 e 2,00; os países de *civil law* do ramo germânico, 2,33 e 2,33; e os países de *civil law* do ramo francês, 2,33 e 1,58.

A partir da análise estatística dos dados e das correlações encontradas, essa pesquisa comparativa entre 49 países de *common law* e *civil law* mostrou correlações positivas significativas entre o ADRI (proteção de acionistas), utilizada como variável independente, com variáveis dependentes, como o tamanho dos mercados de capitais e a dispersão da propriedade nas dez maiores empresas de cada país com ações negociadas em bolsas (XU, 2011). Houve, no entanto, discrepâncias quanto aos dados encontrados quando contrapostos países do *common law* em relação àqueles do *civil law*, em especial aqueles com jurisdições influenciadas pelo o ramo francês. As correlações encontradas associaram melhor desempenho econômico e maior desenvolvimento financeiro com países de *common law*. Os autores inferiram relação causal entre tradição jurídica e desempenho econômico apenas no tocante à associação entre o *civil law* francês e a concentração da propriedade corporativa.

Os índices que traduzem em números os direitos dos investidores, sejam eles acionistas ou credores, passaram a ser utilizados por outros estudos desde então como variável dependente ou uma das variáveis explicativas, com a finalidade de vincular a proteção do investidor e a influência das origens para muito além da seara das finanças. Somente o ADRI, conforme elaborado em La Porta et al. (1998), foi utilizado em mais de cem estudos quantitativos sobre economia, negócios, finanças (SPAMANN, 2010), estabelecendo conexões entre a direitos de

Segundo o site do PRS Group (*Political Risk Services*), editor do ICRG, esse índice é produto de pesquisa liderada pelos professores William Coplin e Micheal O’Leary, da Universidade de Syracuse, em parceria com o Departamento de Estado da CIA/EUA, cujo objetivo era desenvolver método rigoroso de análise dos componentes de risco de um país. Ainda segundo o portal, a pesquisa ganhou força durante a Revolução Iraniana, na década de 1970, com a nacionalização de empresas estrangeiras. <http://www.prsgroup.com/about-us/our-two-methodologies/icrg>. Acessado em 25 de agosto de 2015.

acionistas e, por exemplo, retornos de ações e alocação de recursos (GIANNETTI e KOSKINEN, 2010) e presença executivos independentes no conselho diretor das empresas (DAHYA, DIMITROV e McCONNELL, 2008). Outros estudos também estabeleceram ligações entre o ADRI e: a dispersão da propriedade em grandes empresas (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999); o pagamento de maiores dividendos (LA PORTA et al., 2000b); a maior valorização dos ativos da empresa (LA PORTA et al., 2002); melhor nível de governança corporativa, valor de mercado e desempenho operacional (KLAPPER e LOVE, 2004); aumento no valor de instituições bancárias (CAPRIO, LAEVER e LEVINE, 2007); menor nível de benefícios privados do controle (DYCK e ZINGALES, 2004); menor nível de controle acionário para se efetivar bloqueios ao acionista majoritário (NENOVA, 2003).

Paralelamente, outros estudos da literatura construíram índices semelhantes seguindo a mesma orientação de quantificação de direitos, como *Employment laws index*, *Social security laws index*, *Collective relations laws index* (BOTERO et al., 2004), *Public enforcement index* (LA PORTA et al., 2006)³⁶ e *Anti-self-dealing index* (ASDI) (DJANKOV et al., 2008). Uma vez que esses novos índices medem diferentes aspectos da proteção do investidor, eles não tornam o ADRI original obsoleto – trata-se de uma relação de complementaridade (SPAMANN, 2010).

Sobre o CRI, por um lado, La Porta et al. (1997) chegam à conclusão de que o índice não seria efetivo ao explicar os níveis de endividamento entre países do *common law* e aqueles do *civil law*. Por outro, Xu (2011) cita pesquisas posteriores fizeram uso desse mesmo índice e identificaram sua relevância para vários aspectos do desenvolvimento financeiro. Levine (1998), por exemplo, encontrou liame entre o CRI, as origens e a determinação do desenvolvimento bancário. No mesmo sentido, Levine, Loyaza e Beck (2000), ao se debruçarem sobre os direitos dos credores e o desenvolvimento de intermediários financeiros, identificaram impacto das origens sobre a aplicação de contratos e da qualidade das informações contábeis, no sentido de que as jurisdições que priorizam os direitos creditícios na falência, respeitam efetivamente contratos e promovem a comunicação de informações contábeis íntegras e acuradas sobre a realidade corporativa possuem mais desenvolvimento desses intermediários financeiros (XU, 2011).

³⁶ Spamann (2010) destaca que os índices elaborados em La Porta et al. (2006) e Djankov et al. (2007) já teriam incorporado os aperfeiçoamentos metodológicos por ele defendidos em sua revisão do ADRI original, construído por La Porta et al. (1998).

Embora até mesmo os críticos da aplicação de métodos quantitativos ao direito admitam que esses estudos sejam admiráveis por terem encontrado evidências consistentes e robustas, num escopo de pesquisa sem precedentes (VAGTS, 2000; GRAFF, 2008; SPAMANN, 2010), o sistema jurídico é inerentemente complexo e difícil de ser medido em termos quantitativos (DAVIS e KRUSE, 2007; MICHAELS, 2009b). As críticas em relação à criação de índices, como o ADRI e o CRI, focam tanto na falta de funcionalidade e de eficácia dessas métricas quanto em falhas de metodologia (KREVER, 2013). Sucintamente, tais críticas referem-se aos seguintes problemas: ambiguidades das definições de variáveis escolhidas (SPAMANN, 2010); a questionável relevância das variáveis analisadas para medição da proteção do investidor (COFFEE, 2001; DAM, 2006), a seleção das variáveis estudadas para inclusão no ADRI (GRAFF, 2008); a ignorância quanto a regras regulatórias administrativas e jurisprudência como substitutos funcionais da existência de prescrições em lei formal (DAM, 2006; SPAMANN, 2010); a excessiva variação de valores verificados entre países de uma mesma família jurídica (DAM, 2006; GRAFF, 2008).

Uma versão do ADRI com dados mais acurados em relação a 33 de 46 países que participaram da amostra inicial de La Porta et al. (1997, 1998) foi construída por Spamann (2010). Considerando-se que dificilmente há regra jurídica sem exceção, a acurácia dos dados coletados por LLSV foi questionada, no sentido de as definições originais de variáveis utilizadas no ADRI, em particular, eram ambíguas o bastante para abrigarem valores binários (0 ou 1) distintos para situações semelhantes ou restritas demais a ponto de inadmitir qualquer exceção³⁷. Como o ADRI se destinou a medir “leis comerciais”, os aspectos fora da realidade formal das leis parece ter escapado de sua medição – entre essas hipóteses, Spalmann (2010) cita: (i) a existência de normas dispositivas, com a possibilidade de substituição, adição ou exclusão de regras, por parte do contrato social das empresas³⁸, (ii) práticas empresariais destoantes da prescrição formal em lei, e (iii) a existência de normas infralegais de cunho regulatório com atuam como substitutos às prescrições legais. Em suma, tratar-se-ia da divergência entre o “direito das leis e livros” e o “direito da prática” (SPALMANN, 2010; MICHAELS, 2009a).

³⁷ Spalmann (2010) ilustra essa inconsistência com o seguinte exemplo: a diferença entre os valores da Áustria e da Alemanha atribuídos aos direitos de preferência na emissão de novas ações para os acionistas. Embora as previsões normativas em ambos os países fossem praticamente as mesmas (direito de preferência desde que respeitadas certas condições, como pagamento em moeda corrente), à Alemanha foi atribuído valor zero e à Áustria, um.

³⁸ A própria lei do Estado do Delaware, utilizada como parâmetro para os Estados Unidos, permite que as empresas alterem todas as regras utilizadas como variáveis no ADRI em seus respectivos contratos sociais (SPALMANN, 2010).

A versão construída por Spamann (2010), embora tenha mantido todas as definições das variáveis do índice original³⁹, não mais encontrou correlações significativas entre as variáveis “origem”, “tamanho do mercado de capitais” e “dispersão da propriedade”. Tornou-se, assim, insustentável a conclusão de superioridade do *common law* sobre o *civil law*, em especial o de tradição francesa, no tocante ao desenvolvimento financeiro. Ainda que isso pudesse pôr em xeque as conclusões a que chegaram estudos que fizeram uso do ADRI original, generalizar que os dados coletados em outros trabalhos sofreriam automaticamente das mesmas inconsistências do ADRI original seria impróprio, embora seja necessária uma revisitação dos dados colhidos (SPAMANN, 2010).

As críticas que se referem aos estudos posteriores da literatura *Law and Finance*, bem como a pesquisas comparadas voltadas à promoção de reformas pró-desenvolvimento seguem quase a mesma orientação. Segundo Davis (2004), tais esforços quantitativos não seriam capazes de capturar todos os aspectos dos sistemas legais de maneira útil por três razões: (i) algumas variáveis não capturam com exclusividade certas características do sistema jurídico – por exemplo, a segurança da propriedade privada não depende apenas de proteção legal, mas também do apoio, ou não, à expropriação pelo Estado; (ii) indicadores numéricos sobre a qualidade do sistema partem de características amplas demais do sistema, como *rule of law*, para oferecer subsídios suficientes para reformas acerca de questões específicas, como garantia dos direitos de propriedade; (iii) as conclusões podem decorrer de aspectos jurídicos não reformáveis, como a tradição jurídica

Quando um índice pretende medir um determinado objeto, é essencial saber exatamente quais informações devem ser agregadas (GRAFF, 2008), sob pena de privilegiar implicitamente alguns aspectos do sistema jurídico (KREVER, 2013). Nesse sentido, Deakin e Siems (2010) argumentam, por exemplo, que as variáveis escolhidas em um dos índices, o ADRI, oferecem proteção parcial e superável, visto que as garantias asseguradas pelos direitos avaliados não são suficientes para proteger os acionistas minoritários contra a tomada do controle empresarial por terceiros sem o pagamento de um prêmio – valor acima do preço de mercado –, o que poderia configurar a principal hipótese de reorganização societária em prejuízo da minoria acionária, ou mesmo as questões a serem resolvidas em assembleias gerais (COFFEE, 2001). Do mesmo modo, as variáveis analisadas por La Porta et al. (1998) no ADRI pressupõem que acionistas

³⁹ Spamann (2010) observa que, enquanto La Porta et al. (1998) fizeram uso de dados compilados por juristas dos países analisados, a metodologia por ele empregada utiliza o preenchimento de formulários-padrão, o que daria maior concisão na coleta de dados.

minoritários se comportam como moradores de uma vila onde as decisões são tomadas em procedimentos democráticos pelo critério da maioria, em que qualquer condição à participação represente necessariamente uma ‘não-proteção’ ao acionista ⁴⁰(GRAFF, 2008). Como exemplo, citam-se as variáveis “possibilidade de votação não presencial” ou “dispensa de bloqueio de ações previamente a assembleias”. A existência de óbices nesses casos não configura necessariamente uma desproteção – pode, inclusive, evitar fraudes, representando uma proteção e não uma exclusão de acionistas minoritários do processo de tomada de decisão (GRAFF, 2008⁴¹).

A tradução do direito em valores numéricos é desafiada também pela perspectiva do direito comparado (SIEMS, 2005), embora juristas da área (MICHAELS, 2009a) e o próprio ambiente acadêmico jurídico (DAVIS e KRUSE, 2007) ainda ignorem o debate. Apesar de La Porta et al. (1998) conduzirem uma pesquisa focada no funcionamento de regras jurídicas, o estudo se baseia na codificação de regras jurídicas tão somente mediante a listagem de semelhanças e diferenças entre leis (DEAKIN e SIEMS, 2010). No entanto, os estudiosos do direito comparado preferem métodos qualitativos (REITZ, 2009; GAROUPA e PARGENDLER, 2014) e indicam ser fundamental considerar problemas linguísticos e terminológicos, diferenças culturais entre os sistemas legais, o risco de arbitrariedade na seleção de objetos de estudo, o eventual desconhecimento de normas extralegis (MICHAELS, 2009b; DEAKIN e SIEMS, 2010), bem como a percepção de incerteza e as interações entre diferentes componentes do sistema jurídico que podem influenciar os resultados sociais e econômicos (DAVIS e KRUSE, 2007).

Por isso, a disciplina Direito Comparado há muito consolidou⁴² a abordagem funcional (MICHAELS, 2009a). Segundo esse método, podem existir soluções jurídicas formalmente distintas, mas que possuem a mesma finalidade (normas com mais de uma função), ou mesmo fenômenos extrajurídicos que podem exercer funções de regras jurídicas (equivalentes funcionais) (SIEMS, 2005; MICHAELS, 2009a). Nesse sentido, alguns autores defendem a necessidade de se entender o direito dentro de um contexto (DEAKIN e SIEMS, 2010), ou ao

⁴⁰ Cheffins (2013) afirma que mesmo um defensor da “democracia dos acionistas”, como Schwartz (1983), admite o consenso por parte das observações mais cuidadosas no sentido de que é impraticável a participação direta do acionista, em razão da sua indiferença racional acerca dos assuntos corporativos.

⁴¹ Graff (2008) demonstra ainda que a forma como houve a agregação das variáveis nos índices, os tipos de testes realizados e a metodologia de aferição de valores, bem como a exclusão de duas variáveis “uma ação-um voto” e “dividendos obrigatórios” foram determinantes para as conclusões alcançadas em La Porta et al. (1998). Combinadas da forma como o autor acredita ser adequado, a supremacia dos países de *common law* desaparece. O autor não encontra, contudo, as mesmas incongruências no CRI (credores), índice este que não tem tanta força explanatória quanto o ADRI (LA PORTA et al., 1997; BECK e LEVINE, 2003).

⁴² Em sentido contrário, Siems (2005) afirma que outros comparativistas, como Markesinis (2004), defendem a inexistência de metodologia fixa para a pesquisa em direito comparado.

menos mediante outras abordagens que complementem o reducionismo das codificações quantitativas (MICHAELS, 2009a). A complexidade do direito o impossibilita de ser profundamente compreendido quando isolado de outros fatores, como a história, a política, a economia e as ciências sociais (SIEMS, 2005). Por isso, a abordagem funcional se choca com a metodologia empregada nos primeiros trabalhos da literatura *Law and Finance*: o direito analisado a partir apenas da presença ou não de regras específicas em normas formais (MICHAELS, 2009a).

Não apenas as normas devem ser lidas dentro de um contexto: o próprio observador deve ser questionado acerca de um possível enviesamento decorrente de ele próprio estar inserido em um arcabouço legal. Michaels (2009a) sustenta que esse viés pode, por um lado, se manifestar por meio da tendência de fomentar questões postas pelo próprio sistema jurídico doméstico. Dessa forma, o sistema jurídico em que se encontra o observador pode aparentar ter a melhor solução jurídica a um dado problema apenas porque responde de modo preciso à pergunta elaborada (MICHAELS, 2009a). Por outro, a melhor solução a ser encontrada tende a ser justamente aquela já internalizada pelo observador, sobre a qual ele detém maior saber.

Em razão de os autores de *Law and Finance* não serem juristas – os quatro são economistas –, as questões postas não são jurídicas em sua natureza, mas sim econômicas. Michaels (2009a) destaca que isso piora o problema de viés – não no sentido de superioridade de um sistema legal sobre outro, mas sim de uma disciplina sobre outra –, o que ele chama de “viés econômico”. Considerando que a base teórica econômica utilizada na pesquisa é de origem estadunidense e foi desenvolvida dentro de um contexto jurídico dos EUA, “o viés para a economia se tornaria facilmente um viés favorável ao direito estadunidense”⁴³ – um exemplo disso seria a ênfase nos direitos de acionistas minoritários⁴⁴.

O enviesamento também surge da própria escolha das categorias analisadas: os indicadores não são neutros, uma vez que refletem concepções prévias do papel do direito e de sua relação com o direito, as quais podem ser reflexo de ideologia própria, como o neoliberalismo econômico (KREVER, 2013). Da mesma forma, a percepção do direito como um objeto dado, de descrição neutra, também ignora a assimetria de seus efeitos para as partes por ele afetadas (MILHAUPT e PISTOR, 2008).

⁴³ MICHAELS (2009), pp. 787.

⁴⁴ Um exemplo que corrobora essa observação é que em meados de 1995 havia dúvidas sobre o melhor sistema de governança corporativa. Os sistemas japonês e alemão chamavam a atenção dos especialistas justamente por apresentarem outras estruturas, com maior financiamento de longo prazo, no caso do Japão – em contraposição à maior ocorrência de fusões e aquisições nos EUA –, e maior participação de credores bancários, na Alemanha, em comparação à dispersão da propriedade entre acionistas, como ocorre nos EUA (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

A quantificação do direito também é contestada a partir da possibilidade, ou não, de a complexidade do fenômeno social jurídico poder ser subjetivamente percebida e resumida a descrições objetivas. Aliado ao apelo de objetividade e credibilidade nos julgamentos que os números oferecem, a utilização de métricas numéricas como método de análise também está associada a rigor e universalidade – até mesmo os críticos não discordam dessas virtudes da análise quantitativa (KREVER, 2013). Apesar disso, estudos como La Porta et al. (1998) e outros que nele se inspiraram, como o *Doing Business*, do Banco Mundial, fazem uso de indicadores formados a partir de dados sobre a percepção de empresas, líderes empresariais e outros sujeitos da sociedade civil. Para Krever (2013), o problema no manejo desses indicadores emerge à medida que tais percepções do ambiente jurídico-regulatório são influenciadas por características efêmeras ou não pertencentes ao sistema jurídico da sociedade analisada. Nesse sentido, Krever (2013) cita Ocampo e Vos (2008), que teriam notado que a percepção do *rule of law* depende não apenas do conhecimento da fisiologia do sistema jurídico, mas também do desempenho econômico do país – quando uma economia estivesse em crise, haveria tendência de perceber certa deterioração institucional desse país.

Apesar das críticas tecidas, o uso de pesquisas quantitativas de grande escopo como as que se seguiram a La Porta et al. (1998) pode ser muito útil ao direito comparado (SPAMANN, 2009a), muito embora os benefícios desses modelos de pesquisa estejam condicionados a eventuais ajustes realizados por estudiosos capazes de reconhecer a incerteza do direito e a existência de instituições funcionalmente equivalentes dentro de uma mesma jurisdição (MICHAELS, 2009a). Reitz (2009) afirma que uso da metodologia quantitativa pela teoria sobre as origens seria benéfico não apenas pelo enriquecimento das discussões que passam a tratar dos dados disponíveis, trazendo o desafio de exigir explicações alternativas do método qualitativo dos juristas tradicionais, mas também pela possibilidade de confirmar teorias formuladas qualitativamente⁴⁵.

Reitz (2009) lembra ainda que a própria literatura sobre as origens se fundamenta em estudos qualitativos, como a classificação das famílias jurídicas. Aliás, esse autor, ao citar Tufte (1974), ressalta que o produto da pesquisa quantitativa – a análise estatística de correlações – organiza os dados de modo a deixar clara qualquer causalidade, no entanto, é incapaz de prová-la por si só, o que exige arcabouço teórico não quantitativo explicativo da relação de

⁴⁵ Reitz (2009) afirma que ele próprio chegou a conclusões semelhantes à literatura das origens no que se refere a uma concepção do direito mais intrusiva e regulatória da vida privada do *civil law* em comparação ao *common law*. (pp. 849) – resultados obtidos no estudo *Political Economy and Abstract Review in Germany, France, and the United States* (1999).

causalidade. Siems (2005) concorda com a virtude dos números de reduzir a complexidade dos dados sobre a realidade empírica e aumentar, por isso, a utilidade dos resultados de uma pesquisa comparativa, de maneira específica, e o valor prático do direito comparado, de modo geral. Em síntese, comparativistas afirmam que não se trata de uma oposição entre métodos⁴⁶, mas sim de uma relação de complementaridade a ser melhor explorada (SIEMS, 2005; REITZ, 2009; MICHAELS, 2009b; SPAMANN, 2009a).

Ainda que haja uma relação de mútuo benefício, encontram-se na literatura argumentos segundo os quais a pesquisa comparada em direito deveria observar certos limites no uso do método quantitativo. Seims (2005) ressalta que esse reducionismo metodológico pode levar a interpretações equivocadas dos resultados⁴⁷. Um exemplo disso seria o próprio ADRI, elaborado originalmente por La Porta et al. (1998), que, revisitado em pesquisa empreendida por Spamann (2010), acadêmico de formação jurídica e comparativista, teve a acurácia de suas variáveis melhorada por meio de análise qualitativa dos seus efeitos sobre o sistema jurídico, conforme visto acima. Como possível remédio a esses erros em potencial, Siems (2005) destaca seis balizadores que podem evitar resultados equivocados decorrentes da utilização de métodos comparativos quantitativos: (i) a estrita necessidade, no sentido de evitar excessivo volume de dados descritivos; (ii) o cuidado metodológico, que inclui consciência das limitações da comparação numérica; (iii) a transparência, principalmente na descrição e justificação das variáveis selecionadas; (iv) a comparabilidade, com ênfase na insuficiência e impossibilidade, muitas vezes, de comparação entre normas; (v) a busca por equivalentes funcionais, para evitar viés de favorecimento das regras de maior conhecimento por parte do observador (regras domésticas); e (vi) a limitação das conclusões que decorrem de análises estatísticas, que não raramente significam apenas um ponto de partida para pesquisas mais aprofundadas.

2.1.2. Famílias jurídicas: sistematização e obsolescência do debate

A segunda proposição da teoria sobre as origens, conforme explicitada por La Porta et al. (2008), sustenta que as variações normativas entre as diversas jurisdições do mundo são

⁴⁶ Reitz (2009) cita o trabalho de Milhaupt e Pistor (2008) que, no uso exclusivo de métodos qualitativos, estudam como seis países responderam aos desafios da crise financeira global de 2008. Segundo ele, isso evidencia certo viés por parte de acadêmicos do direito comparado, no sentido de que há rejeição do método quantitativo. Nesse mesmo sentido, Michaels (2009b) sustenta haver uma oposição entre a tradição atual do Direito Comparado em proceder a descrições detalhistas de jurisdições contra a possibilidade de mensuração estatística das diferenças entre os países.

⁴⁷ Siems (2005) parte do pressuposto de que o direito, como sistema complexo de regras dinâmico e caótico, não é capaz de ser repartido e analisado a partir de categorias menores. Em consequência, qualquer análise que assim proceda é incapaz de compreender irregularidades e desordem, sendo assim superficial. Por outro lado, o autor destaca que isso também é refutável, visto que a estatística também é utilizada em outras áreas do saber que estudam o comportamento humano, com a psicologia e ciência política.

sistemáticas e se devem às origens históricas do sistema jurídico nacional, com certa superioridade de desempenho econômico por parte dos países de *common law*. Ainda que a teoria sobre as origens tenha surgido de estudos quantitativos, a teoria se assenta em métodos qualitativos do direito comparado acerca da classificação das famílias jurídicas (REITZ, 2009; GAROUPA e PARGENDLER, 2014).

Os artigos de La Porta et al. (1997, 1998) classificam os 49 países da amostra em quatro categorias: *common law*, *civil law* de tradição francesa, *civil law* de tradição germânica e *civil law* de tradição escandinava. Os países de *common law* compõem uma amostra de 18 países, como Canadá, Malásia e Israel. Os países de *civil law* do ramo francês incluem 21 países, como Brasil, Filipinas e Bélgica. São seis os países identificados como pertencentes à tradição *civil law* germânica, entre eles, Japão, Coreia do Sul e Suíça. São quatro os países de tradição *civil law* escandinava – Suécia, Noruega, Dinamarca e Finlândia.

A base teórica para tanto é encontrada em La Porta et al. (1996), os quais remetem essa classificação a três marcos: a teoria dos transplantes legais, o acolhimento de famílias jurídicas e classificação das jurisdições a partir de fontes secundárias, como compilações em língua inglesa.

A teoria dos transplantes legais de Watson (1974) sustenta que o direito não é geralmente escrito do nada, mas sim resultado de transplantes voluntários, ou não, do direito de outros países (LA PORTA et al. 1997, 1998, 2008). Cabrelli e Siems (2015) explicam que, para essa abordagem, não há dificuldades sociais em se copiar normas de uma determinada jurisdição em outra, pois “o direito é nela concebido como um fenômeno autônomo e distinto do ambiente social, cultural, econômico e político em que opera”⁴⁸. Como consequência, tanto a adoção de uma determinada norma jurídica quanto o sucesso desse acolhimento dependem muito mais de fatores internos da tradição jurídica do que de fatores contextuais (CABRELLI e SIEMS, 2015).

Ewald (1995) avança essas ideias: Watson (1974) permite uma noção revolucionária não apenas ao direito comparado, mas também à sociologia jurídica. Isso ocorre na medida em que a teoria dos transplantes legais descarta o que Ewald (1995) chama de “teorias espelho”, a visão do direito como mero reflexo da sociedade ou de alguns de seus aspectos em um modo teórico específico e consistente. Como essa teoria afirma que o crescimento do direito é explicado principalmente por fatores a ele internos, verifica-se a persistência extraordinária de

⁴⁸ CABRELLI e SIEMS, 2015, pp. 124.

leis, muito embora haja variação no contexto social em que elas operam – por isso, a redução do direito à sociologia, à economia ou à política seria apenas uma ilusão (EWALD, 1995).

Ainda assim, Ewald (1995) observa que Watson, embora tenha defendido a impossibilidade de redução do direito a outra disciplina, nunca afirmou que o direito seja totalmente desvinculado da economia, política, filosofia ou sociedade. Em vez disso, essa relação seria complexa – Watson (1974) insiste, aliás, na noção do direito como parte da cultura (COTTERRELL, 2006). As ideias de Watson implicariam a impossibilidade de relações causais simples e diretas, ainda que superficialmente. Qualquer estudo sobre a interação sociedade e direito, em consequência, deveria levar em conta não apenas influências recíprocas entre sistemas legais e mudanças sociais, mas também processos internos a cada uma dessas esferas (EWALD, 1995). Para Cotterrell (2006), essa posição de Watson (1974) revela a ambiguidade da teoria dos transplantes, ao enfatizar ora regras legais positivas, ora ideias indeterminadas de cultural jurídica.

Ainda assim, o uso da teoria dos transplantes é feito por La Porta et al (1997, 1998) como solução ao problema da endogenia: boas instituições jurídicas e o desenvolvimento econômico podem sofrer influência mútua, com possível causalidade em ambas as direções (GAROUPA e PARGENDLER, 2013). Esse problema implica que eventuais diferenças entre as características dos mercados financeiros, em especial, e da economia, em geral, sejam explicadas por fatores exógenos (LA PORTA et al., 1998), como economia política, cultura e religião. Para remediar a questão, La Porta et al. (1998) sustentam (i) que a maioria dos países teria adotado involuntariamente, via conquista ou colonização, o sistema legal de outras nações, bem como (ii) que aqueles que adotaram voluntariamente fizeram-no considerando preocupações mais amplas, como proximidade linguística e importância política, do que especificamente a proteção jurídica dada aos investidores⁴⁹ (LA PORTA, et al, 1998, 2008). Em consequência, a tradição jurídica a que pertence uma dada jurisdição poderia ser investigada como variável exógena com impacto sobre o ambiente econômico. La Porta et al. (2008) destacam que estudos mais recentes da literatura *Law and Finance* usam a tradição jurídica como uma variável explanatória, e não instrumental (de caráter exógeno).

Nesse sentido, especificamente em relação ao direito comercial, Roger Cotterrell (2001) sustenta se tratar de um direito instrumental (em oposição a ramos culturais, como direito de

⁴⁹ A partir do avanço da literatura *Law and Finance*, no sentido de identificar que a influência sobre as origens do direito não está restrita às finanças, os trabalhos que se seguiram a La Porta et al. (1998) deixaram de ressaltar a adoção voluntária, para enfatizar tão somente adoção involuntária de transplantes legais, o que reforçaria o caráter exógeno das origens.

família e direito administrativo) relativamente neutro em relação à cultura, visto que está intrinsecamente ligado aos interesses econômicos e não a hábitos e emoções. Por essa razão, seria um direito com menor chance de rejeição de eventuais transplantes por parte de uma jurisdição contextualmente distinta daquela que deu origem ao direito transplantado (CABRELLI e SIEMS, 2015).

Esse uso da teoria dos não esteve imune de críticas. Cabrelli e Siems (2015) dividem os estudiosos opositores em contextualistas e culturalistas. Enquanto estes, liderados por Pierre Legrand, afirmam que todo transplante legal é refinado e remodelado pelo contexto e pela jurisdição locais, havendo pouco espaço para qualquer sentido real na expressão “transplante”, aqueles apenas enfatizam a possibilidade de rejeição dos transplantes pela jurisdição que os tenha adotado (CABRELLI e SIEMS, 2015).

Contudo, surge um novo problema quando La Porta et al. (2008) conceituam “origem jurídica” não mais como transplantes legais que remetem às tradições *common law* e *civil law*, mas sim como “um estilo de controle social da vida econômica (e talvez de outros aspectos da vida)”⁵⁰. Essa nova definição inclui conteúdo além do direito positivo [ou “infraestrutura jurídica básica”⁵¹, conforme La Porta et al. (2008)]: ideologia, estilos geral do sistema legal e capital humano do sistema-mãe⁵².

Michaels (2009a) observa que regras jurídicas são compatíveis com diferentes ideologias, pois o transplante de leis de um sistema para outro não envolve capital humano, tampouco crenças e ideologias estariam embutidas nessas leis. Michaels (2009a) ilustra tal fato com a Alemanha durante século XX, que passou por cinco regimes políticos com características radicalmente distintas, enquanto o direito manteve-se praticamente o mesmo. Apesar disso, La Porta et al. (2008) reconhecem que fatores culturais, políticos e econômicos e outras características locais sejam responsáveis por adaptar e individualizar os sistemas jurídicos entre si. Esse processo de individualização, entretanto, é considerado por eles insuficiente para eliminar os elementos básicos de cada tradição legal. Isso permitiria a classificação das jurisdições ao redor do mundo a partir das tradições jurídicas fornecedoras das leis e códigos transplantados (LA PORTA et al., 2008).

⁵⁰ LA PORTA et al., 2008, pp. 286.

⁵¹ LA PORTA et al., 2008, pp. 288.

⁵² Na verdade, o conceito de “origens” parece ter sido importado do conceito de Merryman (1985) sobre “tradição jurídica”, que propõe uma concepção do direito como uma expressão parcial da cultura social, incluindo uma noção tanto do direito como um conjunto de atitudes enraizadas historicamente sobre a natureza do direito quanto acerca do seu propósito e forma de operação. Merryman (1985), entretanto, é citado por La Porta et al. (1998, 2008) tão somente como fonte para a classificação das tradições jurídicas.

O segundo marco foi o acolhimento das categorias de famílias jurídicas, conforme proposto por David e Brierley (1985), Merryman (1985) e Zweigert e Kötz (1998) (LA PORTA et al., 1996, 2008). A classificação das 49 jurisdições contidas na amostra inicial foi realizada basicamente em torno da dicotomia entre *common law* e *civil law*. Conforme La Porta et al. (1998), o *civil law*, ou tradição Romano-Germânica, originado do direito romano, foi descrito como fundado no uso de códigos e leis escritas formais como fontes jurídicas primárias, com relevante participação de juristas na formulação da dogmática jurídica⁵³. O *common law*, por sua vez, originado do direito inglês, agrega jurisdições em que o juiz é chamado a resolver disputas específicas. No *common law* o corpo de precedentes substitui a relevância dos escolásticos no *civil law* (LA PORTA et al., 1998).

Contudo, La Porta et al. (1998, 2008) classificam os países não em duas, mas em quatro categorias, pois ramificam o *civil law* – alegando se tratar de classificação típica dos estudiosos da área – em três outros ramos: ramo francês, ramo germânico e ramo escandinavo. Além disso, embora os autores tenham reconhecido a prevalência de tradições jurídicas religiosas em alguns países analisados, como na Índia e no Paquistão, La Porta et al. (1996, 1997, 1998, 2008) elegeram as tradições jurídicas seculares. Isso se deu sob a justificativa de que a herança colonial desses países foi mais determinante sobre o direito comercial.

Embora La Porta et al. (1998) aludem essa classificação quadripartite a Merryman (1985) e a David e Brierley (1985), essa divisão não foi aplicada de modo exaustivo por estes mesmos autores. Por um lado, David e Brierley (1985) fizeram uso de uma divisão tripartite do direito ocidental, em família romano-germânica, *common law* e famílias socialistas. Por outro, Merryman (1985) procede a uma divisão tripartite, em que destaca as famílias *common law* e tradições francesa e a germânica, como duas das várias possíveis subclasses do *civil law*. Ainda assim, Merryman (1985) declarou serem essas tradições não representativas⁵⁴ (MALMENDIER, 2009).

Na verdade, a classificação de La Porta (1998, 2008) se aproxima mais de Zweigert e Kötz (1998). Estes autores, ao usarem como critério uma combinação de história, modo de pensamento, fontes jurídicas e ideologia, dividem as jurisdições no mundo em romanística, germânica, anglo-americana, nórdica, extremo-oriental, islâmica e hindu (PARGENDLER, 2012a).

⁵³ La Porta et al. (1996, 1997, 1998, 2008) fizeram uso da caracterização de Merryman (1969) sobre o *civil law*.

⁵⁴ Segundo Merryman (1985), os direitos francês, por causa de suas raízes revolucionárias, e alemão, devido à influência dos juristas alemães, não seriam representativos da tradição *civil law* (apud MALMENDIER, 2009, pp. 1100).

O amparo da classificação quadripartite utilizada por La Porta et al. (1998, 2008) na literatura do direito comparado não foi recebida sem críticas. Para Malmendier (2009), a divisão efetuada não é considerada exaustiva e tampouco é universalmente aceita. Para Garoupa e Pargendler (2014), a classificação não possui pretensão de ser estática e atemporal.

Especificamente, quanto à subdivisão da tradição *civil law*, Pargendler (2012a), em seu estudo sobre a história da taxonomia das jurisdições em direito comparado, suscita um viés nacionalista por parte dos juristas comparativistas. Para ela, há tendência por parte desses estudiosos de conferir *status* de grupo independente ao sistema jurídico de seus respectivos países, como o que ocorreu os alemães Zweigert e Kötz, com o francês René David e até o jurista brasileiro Clóvis Beviláqua, o qual, em 1893, agrupou os sistemas legais da América Latina em categoria autônoma do direito continental europeu⁵⁵.

Colocada essa classificação em perspectiva histórica, Pargendler (2012a) observa que, apesar de ser antiga a percepção das diferenças entre os direitos inglês e francês, a categorização em famílias jurídicas distintas variou muito desde o estabelecimento do direito comparado como disciplina em 1900. A percepção dicotômica das tradições jurídicas entre *common law* e *civil law* seria relativamente recente, de fins do século XIX, apresentado seu apogeu em meados do século XX, com os trabalhos de David (1963) e Zweigert e Kötz (1969) (PARGENDLER, 2012a). Sobre tempos mais recentes, Spalman (2009b) menciona ser crescente o consenso dentre os comparativistas acerca das poucas diferenças que ainda justificam a dicotomia entre *civil law* e *common law* ⁵⁶. Aliás, o declínio da relevância dessa dicotomia nas décadas mais recentes chega a ponto de ser tratada como obsoleta por relevante parcela dos comparativistas, inclusive Kötz (GAROUPA e PARGENDLER, 2014).

O terceiro marco é a classificação dos países que participaram da amostra de La Porta et al. (1997, 1998, 2008) a partir da coleta de dados obtida em fontes em inglês sobre as leis e códigos comerciais das jurisdições ao redor do mundo. Particularmente os autores utilizaram como fonte Reynolds e Flores (1989), que compilaram em três volumes as principais legislações de cada país (LA PORTA et al., 1996).

Sobre o uso de fontes secundárias em inglês, Spamann (2010) destaca que La Porta et al. (1998) não só fizeram uso de fontes pouco utilizadas por juristas, como também não

⁵⁵ Pargendler (2012a) afirma que Beviláqua teria adotado classificação em que os sistemas latino americanos como um quarto grupo, além dos três agrupados por Glasson (1880), de acordo com a influência do direito romano – seriam eles os neo-latinos, os germânicos (categoria que incluiria os Estados Unidos e o Reino Unido) e os escandinavos. Na classificação de Glasson, não há divisão entre *civil law* e *common law*. Ver também Garoupa e Pargendler (2014).

⁵⁶ Em sentido contrário, ver Legrand (1996), *apud* Pargendler (2012a).

envolveram estes na coleta de dados. Afirma que, dessa forma, restringiram as informações da pesquisa de duas formas prejudiciais: (i) dados relevantes sobre governança corporativa restringiram-se à percepção dos compiladores das fontes secundárias; (ii) barreiras linguísticas dos compiladores podem ter dificultado o entendimento e a descrição de sistemas estrangeiros, o que, para Spamann (2010), pode explicar a maior falta de acurácia por ele verificada por quanto aos dados dos países de *civil law*.

Pistor, Raiser e Gelfer (2000), por sua vez, ao estenderem a pesquisa de La Porta et al. (1998) às economias de transição, com ênfase nos países da Europa Oriental, concluíram que os dados colhidos, o que eles chamaram de “direito nos livros”, ofereciam uma proteção aos investidores distinta daquela percebida a partir de índices sobre a efetividade⁵⁷ desses mesmos direitos. Em consequência, sustentam que, para economias em transição, o impacto do “direito na prática” é muito maior do que o do “direito nos livros”. Sobre esse ponto, La Porta et al. (2008) respondem que, embora alguns indicadores reflitam apenas o “direito dos livros”, outros foram construídos também com base na experiência, o que tende a incorporar também parte do “direito na prática”.

La Porta et al. (1998) admitem que algumas jurisdições da amostra não pertencem tão claramente a uma dada tradição jurídica. Um exemplo seria o Equador, incluído no grupo *civil law* de tradição francesa, mas que acolheu regras do *common law* em sua lei comercial de 1977⁵⁸. Nesses casos, os pesquisadores deram maior ênfase à origem das leis comerciais e não às revisões mais recentes. Quanto a isso, por um lado, Vagts (2000) critica o fato de que, principalmente no direito comercial, transplantes e revisões legais desse tipo sempre ocorreram, o que torna tênue qualquer divisão estrita entre *civil law* e *common law*, por outro, La Porta et al. (2008) advogam que a mútua influência e uma possível convergência não afastam diferenças sistemáticas entre essas duas tradições. Malmendier (2009) salienta que os sistemas jurídicos são dinâmicos e mudam conforme o tempo, como também que a própria origem do *civil law*, o sistema legal romano, migrou de um sistema adaptável baseado em casos para um sistema não adaptável durante o Império Romano. Por isso, seria impróprio tomar como fixa uma tradição que em si mesma foi e é dinâmica (MALMENDIER, 2009).

⁵⁷ Pistor, Raiser e Gelfer (2000) fizeram uso de dados do Banco Europeu para a Reconstrução e o Desenvolvimento e (BERD) e da *Central European Economic Review*, periódico especializado na cobertura política e de negócios da Europa Oriental e Central.

⁵⁸ La Porta et al. (1998), pp. 1119.

2.1.3. Ampliação do conceito de origens: controle social e cunho ideológico

A terceira proposição da teoria sobre as origens defende que a variação sistemática encontrada nas tradições *civil law* e *common law* se deve ao foco da tradição anglo-americana em ações pró-mercado e da civilista em implementação de políticas públicas. Essa afirmação não decorre apenas do trabalho inicial de La Porta et al. (1997, 1998), mas é produto das pesquisas que lhe foram posteriores, as quais comprovaram empiricamente percepções de Hayek (1960)⁵⁹ sobre as características mais relevantes desses dois sistemas. As investigações que se seguiram verificaram a influência sobre as origens – ainda no sentido inicial dado, de transplante de leis de tradições jurídicas – não estaria restrita às finanças, mas atingiria o desenho institucional do Judiciário, bem como a regulação estatal da economia (LA PORTA et al., 2008).

La Porta et al. (2008) agregam os resultados alcançados até então pelas pesquisas da literatura *Law and Finance* nestes três grupos: (i) estudos que se debruçam sobre o impacto do direito na proteção do investidor e desta sobre o desenvolvimento financeiro e crescimento; (ii) investigações sobre o impacto do nível de regulação estatal sobre atividades econômicas específicas, bem como deste sobre outras questões econômicas, como mercado de trabalho, nível de desemprego, barreiras a criação de empresas e dispersão da propriedade dos meios de comunicação; e (iii) estudos sobre o impacto da tradição jurídica sobre as características institucionais do Poder Judiciário, bem como destas sobre os direitos de propriedade e o respeito dos contratos privados.

No tocante ao impacto sobre investimentos, as pesquisas dividem-se entre (i.a) aquelas que tratam do mercado de capitais, acionistas e governança corporativa e (i.b) aquelas se que se dedicam a analisar o impacto sobre o sistema bancário e o mercado de crédito. Apesar de todas as críticas traçadas acima sobre os pressupostos de coleta de dados pelas pesquisas da literatura *Law and Finance*, os resultados desses estudos, segundo La Porta et al. (2008) apontam para associação do *civil law* com: menor proteção de credores e acionistas; menos eficiência na recuperação de crédito; maior envolvimento estatal no sistema bancário. Maior renda *per capita* e maior crescimento da produtividade, por sua vez, estariam relacionados a melhor proteção de investidores, mais eficiência da recuperação de crédito e baixa participação

⁵⁹ Hayek (1960) sugere que as diferenças de concepção sobre liberdade econômica encontradas no *civil law* e no *common law*, com consequências determinantes para o desempenho de suas economias, decorrem de suas visões de mundo respectivamente racionalista, em que a liberdade é alcançável tão somente mediante a busca por um objetivo social, e empiricista, segundo a qual a liberdade é vista como o resultado da abstenção estatal e fluência da espontaneidade.

governamental no sistema bancário. Os países de *civil law* seriam mais intervencionistas, com governos com menor desempenho geral, segundo La Porta et al. (1999).

Em relação ao nível de regulação, La Porta et al. (2008) destaca estudos que foram realizados em diferentes setores: entrada de novas empresas no mercado, meios de comunicação, mercado de trabalho. Nesses setores, os resultados identificaram uma associação do *civil law* maior nível de barreiras a entradas de empresas no mercado, maior regulação do mercado de trabalho e maior participação estatal como proprietário de meios de comunicação, ao passo que maior renda per capita foi verificado estar vinculado a menos regulação e menos participação do Estado na mídia. Além disso, também foi verificada correlação entre mais regulação estatal com maiores níveis de corrupção e mais economia informal. No tocante ao mercado de trabalho, identificou-se que o *common law* estaria associado a menos proteção dos trabalho e menor gasto com seguridade social do que o *civil law*. Por outro lado, o *common law* tenderia a ter menos desemprego.

Quanto ao desenho institucional do Judiciário e suas práticas, La Porta et al. (2004), ao assumir que a independência e judicial e a controle judicial da constitucionalidade são aspectos importantes da liberdade econômica e política, observam que países de *common law* possuem níveis mais altos de liberdade econômica, muito embora as diferenças de liberdade política tenham sido insignificantes. Estudo de Djankov et al. (2003) também identificou que o formalismo processual é maior nos países de *civil law*, o qual foi também vinculado a maior expectativa de duração do processo, mais corrupção e menos justiça nas decisões judiciais.

Além dessas três correntes de estudo, pode-se dizer que Glaeser e Shleifer (2002) pertencem a uma quarta categoria de estudos, afastada da observação de dados empíricos e mais relacionada à investigação teórico-histórica acerca das razões para a superioridade do *common law* (MALMENDIER, 2009; XU, 2011). Para Glaeser e Shleifer (2002), as diferenças sistemáticas encontradas entre as duas tradições, *common law* e *civil law*, se originam dos séculos XII e XIII, quando começou a haver distinção de duas formas de proteção dos decisores estatais contra a coerção dos litigantes, mediante violência ou não. A Inglaterra oferecia ambiente de menor risco de coerção, menos concentração do poder em autoridades locais. Por isso, foi possível o estabelecimento de um sistema de juízes independentes, sem risco de subversão pelos interesses locais. Na França, em contrapartida, havia a belicosidade da região aliada à concentração do poder na mão de forças locais. Isso impediu a consolidação de uma Justiça independente dos interesses desses senhores, o que fomentou um sistema jurídico mais centralizado no Estado – na época, a figura real (GLEASER e SHLEIFER, 2002).

A partir desses quatro tipos de estudos, foram identificadas duas espécies de mecanismos por meio dos quais o direito influencia a economia: o mecanismo político e o mecanismo da adaptabilidade (BECK e LEVINE, 2003). Enquanto este se relaciona com o desenho do Judiciário, o seu formalismo e a velocidade de adaptação às alterações da realidade econômica, aquele se refere às distintas preferências das tradições jurídicas acerca da priorização, ou não, da propriedade privada sobre a atuação estatal (GRAFF, 2008). Na teoria sobre as origens, contudo, conforme enunciada por La Porta et al. (2008), os mecanismos deixaram de ser analisados de maneira equivalente, conforme em Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2003). Por um lado, relegou-se ao mecanismo de adaptabilidade um papel apenas de explicação histórica das diferenças encontradas entre *civil* e *common law* – adaptabilidade passou a ser uma explicação histórica concorrente com a explicação focada no papel das revoluções liberais dos séculos XVII a XIX, Revoluções Gloriosa e Francesa. Por outro, a teoria sobre as origens enfatizou o mecanismo político, a ponto de tornar-se uma das quatro proposições que suportam este edifício teórico.

Ganha ênfase em La Porta et al. (2008) o ponto de vista de Djankov et al. (2003), para quem, em um contexto de *tradeoff* em que falhas de mercado representam risco de indesejada desordem e em que controle estatal confere ordem, mas também risco de abuso de poder, o critério diferenciador dos estilos de controle de cada tradição jurídica é a maior preocupação relativa com um ou outro risco na busca de soluções aos problemas da sociedade. Enquanto o *civil law* preocupa-se mais com a desordem relativamente ao risco de abuso estatal, o *common law* prefere soluções que evitem mais o abuso do Estado do que o risco de desordem (LA PORTA et al., 2008).

Assim, a teoria sobre as origens afirma que as diferenças sistemáticas encontradas entre *civil law* e *common law* se devem a esses dois estilos distintos, empregados cada um por uma tradição, de lidar com problemas sociais e econômicos, um pró-mercado e outro pró-regulação estatal. Como consequência, a teoria sobre as origens não apenas teria caráter explicativo das diferenças presentes entre os dados colhidos nos estudos comparativos, mas também implicaria a previsão de como os países se comportariam em momentos de crise: de um lado, países de *civil law* aumentariam a intervenção estatal, de outro, países de *common law* fortaleceriam os mecanismos de mercado (DJANKOV et al., 2003; LA PORTA et al., 2008).

Ao adotar tal proposição, a teoria sobre as origens, para Graff (2008), evidencia seu enraizamento na economia ortodoxa contemporânea. Essa visão da economia concebe o Estado como o Leviatã, de Hobbes, no sentido de que o ente estatal sempre tenta tomar parte dos recursos da sociedade, interferindo negativamente na atividade econômica dos agentes

(GRAFF, 2008). Como exemplo, Beck Demirguç-Kunt e Levine (2003) assumem que o maior apoio ao ativismo estatal por parte do *civil law* tem implicações adversas para o desenvolvimento financeiro, pois pressupõem que um Estado poderoso teria a possibilidade de mudar facilmente o direito a seu favor e manipular assim a distribuição dos recursos segundo seus próprios objetivos, o que estaria em desacordo com a concepção de um mercado financeiro competitivo. Para Graff, (2008), tal concepção de Estado implicaria a superioridade do *common law* sobre o *civil law* no tocante ao desenvolvimento financeiro e bom desempenho econômico, uma vez que o direito inglês daria preferência à limitação da atuação estatal (GRAFF, 2008).

Contudo, La Porta et al. (2008) ressaltam que a teoria sobre as origens não estipula uma superioridade absoluta do *common law*. A regulação estatal advinda do *civil law* pode ser mais eficiente em suas soluções regulatórias em vez de oferecer apenas a mera sustentação legal do mercado, exceto quando a ação do estado puder ser subvertida por interesses privados (LA PORTA et al. 2008) – o que seria especialmente preocupante em países em desenvolvimento, segundo Glaser, Scheinkman e Shleifer (2003). Como exemplo das vantagens do *civil law* no tocante a políticas regulatórias, Marchand (2012), ao testar a hipótese de que diferenças no desflorestamento possam ser atribuídas às origens do sistema jurídico de cada país, encontra que países de *civil law* apresentam menores taxas de desflorestamento em comparação com aqueles de *common law*. Também nesse sentido Fredriksson e Wollscheid (2015) encontram evidências de que países de *civil law* estabelecem políticas sobre mudança do clima mais rigorosas do que países de *common law*.

Por essa razão, a enunciação da quarta proposição da teoria sobre as origens abandona⁶⁰ qualquer inferência causal da relação entre instituições jurídicas e desenvolvimento financeiro, conforme verificado por La Porta et al. (1998)⁶¹, para acolher uma visão mais branda desse vínculo: as regras jurídicas importam a para o desempenho econômico-social, havendo superioridade de um sistema sobre o outro apenas de maneira relativa e condicionada a determinadas circunstâncias, como o nível de desordem no mercado (LA PORTA et al., 2008).

⁶⁰ Para Michaels (2011), a razão para esse afastamento da causalidade do direito reside no nível de críticas direcionadas à afirmação inicial de La Porta et al. (1998) de que as instituições jurídicas do *common law* seriam mais propícias ao crescimento econômico

⁶¹ Muito embora tenham encontrado robustas correlações entre tradições jurídicas – *common law* e as três variações do *civil law* –, proteção a investidores, *enforcement* das regras jurídicas e estrutura de propriedade, La Porta et al. (1998) observam relação de causalidade tão somente no sentido de o *civil law* francês causar concentração da propriedade das empresas (pp. 1151).

2.1.4. Impacto do direito: desempenho econômico e variedades do capitalismo

A última proposição da teoria sobre as origens sustenta que as diferenças encontradas entre regras jurídicas adotadas em diversos países teriam relevância para o desempenho econômico. Conforme dito acima, trata-se de refinamento da conclusão alcançada inicialmente por La Porta et al. (1998), com abandono de qualquer superioridade absoluta de um sistema legal sobre o outro, para acolher as vantagens relativas de cada um, a depender de circunstâncias históricas.

La Porta et al. (2008) sustentam que as origens determinariam apenas desenhos distintos de capitalismo: o modelo *common law*, voltado a um tipo focado no mercado como meio de organização da produção, e o modelo *civil law*, coordenado e orientado por diretrizes estatais. Assim, diante de um contexto de crescimento econômico intercalado por épocas de crises, La Porta et al. (2008) afirmam que um ou outro modelo estaria vinculado a um melhor desempenho econômico: a abordagem *common law* seria mais adequada a épocas de calmaria, de intensificação da globalização e integração dos mercados financeiro, enquanto as soluções oferecidas pelo *civil law* funcionariam melhor diante de ameaças de guerra, crises financeiras e outros choques extraordinários. Uma terceira via seria a convergência dos dois sistemas, com o aumento do uso de soluções do *common law* por países de *civil law*, e vice-versa, a exemplo do que ocorre com a adoção de mais legislações regulatórias em épocas pós-crise pelos Estados Unidos e com a pressão pela redução de barreiras regulatórias no mercado de trabalho em países de *civil law* (LA PORTA et al, 2008).

No entanto, o movimento de abandono por parte de La Porta et al. (2008) da ideia de que o *common law* é um sistema absolutamente superior em termos de crescimento econômico se fez acompanhar também de abrandamento da definição do que seja origem legal – que deixou de ser o resultado de transplantes legais (LA PORTA et al, 1998) para se tornar espécie de “controle social da vida econômica” (LA PORTA et al, 2008, pp. 286).

Michaels (2009) destaca que a nova definição de origens jurídicas estaria muito mais identificada com a posição política de um governo, conforme definido por La Porta et al. (1999), do que propriamente com o direito. Reitz (2009) defende que a nova definição de origens jurídicas teria muito mais a ver com economia política⁶². Já Pistor (2009) observa que a ênfase da nova definição em relação a aspectos sistêmicos atuais enfraquece a teoria por causa

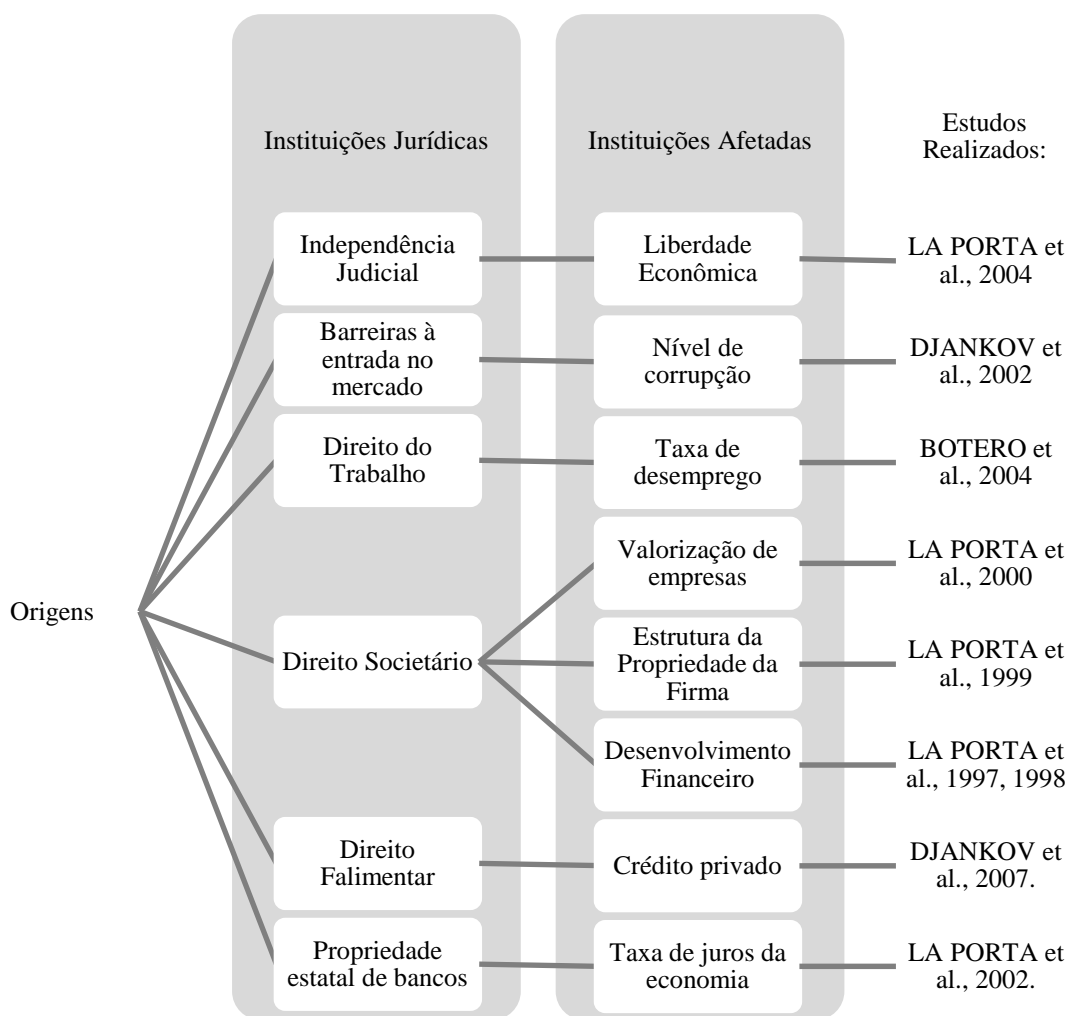
⁶² Reitz (2009) faz uso de definição própria de economia política: “the standard spectrum that runs from the most state centered political economies of state socialism and the command economy on the left to the true laissez-faire state at the extreme right or market-centered side of the spectrum” (pp. 855).

do problema da endogenia entre direito e economia (haveria causalidade reversa, pois o desenvolvimento econômico afetaria as normas e práticas jurídicas). Pargendler (2012b), por sua vez, observa que o movimento de ampliação do conceito de origem legal resulta em uma afirmação praticamente não falsificável, afastando-se do sentido popperiano⁶³ de teoria.

A conclusão da teoria sobre as origens merece duas observações. A primeira se refere à ausência de qualquer vínculo direto entre as origens e instituições econômicas. Garoupa e Pargendler (2014) lembram que a teoria sobre as origens foi concebida em duas etapas, uma que liga as origens a um determinado aspecto econômico, social ou jurídico, como desenvolvimento financeiro, nível de burocracia ou independência judicial, e outra que associa esse aspecto a uma instituição econômica, como crescimento econômico, maiores economias informais e liberdade econômica. Por exemplo, a vertente *Law and Finance* da teoria sobre as origens associaria as origens ao desenvolvimento financeiro que por sua vez está associado a crescimento econômico (HARRIS, 2008). Nesse sentido, La Porta et al. (2008) apresentam diagrama que evidencia os canais de influência das origens sobre instituições jurídicas e dessas sobre instituições econômicas. Essa ilustração segue abaixo com adaptações:

⁶³ Ver Seção 1.2.

Figura 1 – Associações entre Instituições Jurídicas e Instituições Econômicas conforme a literatura *Law and Finance*



Fonte: elaboração própria com base em La Porta et al. (2008)

A segunda observação se refere ao fato de que a grande ideia da teoria não é superioridade de um sistema, mas sim o efeito das diferenças sistêmicas e persistentes de estilo de regulação entre os dois sistemas, *civil law* e *common law*, sobre as instituições e propósitos econômicos de uma sociedade, bem como sobre o conjunto de soluções disponíveis à resolução dos problemas sociais, conforme também defendido por Djankov et al. (2003).

Contudo, especialmente em relação ao desenvolvimento financeiro, apesar das mudanças sofridas pela tese principal, La Porta et al. (2008) mantêm inexplicado o vínculo originariamente traçado por La Porta et al. (1998): incrementos na proteção legal do investidor a nível micro estão diretamente relacionados ao desenvolvimento dos mercados financeiros (PISTOR, 2009). Essa concepção se assenta no pressuposto de que o mercado seria a soma de relações contratuais individuais, desconsiderando a complexidade tanto da feição atual do

mercado, permeado por múltiplos custos de agência, quanto do próprio direito, incapaz de ser reduzido ao *enforcement* de contratos e direitos de propriedade (PISTOR, 2009).

2.2. Interpretação tripartite da teoria sobre as origens

Kevin Davis, em painel do 105º Encontro Anual da *American Society of International Law* (ASIL) dedicado especialmente à análise da teoria sobre as origens⁶⁴, sustenta que há três interpretações possíveis dos resultados verificados pelo movimento *Law and Finance*. A primeira se refere à sua capacidade explicativa acerca do desenvolvimento dos países nas últimas décadas. A segunda se relaciona com sua capacidade preditiva de associar determinados resultados empíricos, como desenvolvimento financeiro e nível de corrupção, à adoção de uma ou outra regra de um dos grandes sistemas, *civil law* ou *common law*. A terceira destaca sua inclinação normativa, ao determinar o que os países devem fazer para melhorar o desenvolvimento econômico.

Os tópicos abaixo exploram as principais reflexões tecidas sobre cada um desses três prismas interpretativos.

2.2.1. Teoria sobre as origens como teoria explicativa

Davis ressalta que a versão explicativa da teoria sobre as origens justifica o desempenho passado dos países, por exemplo entre 1960 e 2000, com base no sistema legal acolhido. Trata-se de uma relação assumida por LLSV no sentido unidirecional, do direito para a economia (MILHAUPT e PISTOR, 2008). Contudo, o método por eles utilizados baseado em regressões com mínimos quadrados ordinários, apesar de identificar a força das relações entre duas variáveis, falha em prover estimativas confiáveis de causalidade, por causa tanto do problema da causalidade reversa quanto possível omissão de outras variáveis explicativas (hipótese de multicolinearidade) (XU, 2011).

A causalidade reversa ocorre quando há melhora das leis de um país em decorrência de pressões políticas de determinados grupos de interesse, cujo poder aumente por causa do maior desenvolvimento econômico (PISTOR, 2009). Em outros termos, ainda que se tome por verdade que os países mais desenvolvidos tenham as melhores leis, seria difícil determinar se essas nações são ricas porque tem melhores leis ou se tem melhores leis porque são ricas, ou também se riqueza e qualidade de leis se devam a um terceiro fator (SPAMANN, 2010; MICHAELS, 2009a). No entanto, por meio do uso de regressões com mínimos quadrados

⁶⁴ Painel *Legal origins, Doing Business, and rule of law indicators: the economic evaluation of legal systems*, realizado em 24 de março de 2011, Washington D.C., Estados Unidos.

ordinários em duas etapas, os estudos de *Law and Finance* foram incapazes por si só de identificar a existência, ou não, desse terceiro fator, tampouco de afirmar que o único canal de influência das origens é o sistema jurídico (XU, 2011).

A causalidade reversa desafia a teoria sobre as origens, conforme a ilustração adaptada de Graff (2008) e Xu (2011):

Figura 2 – Interpretação da teoria sobre as origens como teoria explicativa

Hipótese explicativa da teoria sobre as origens	
Origem legal → Regras jurídicas → Desenvolvimento financeiro → Crescimento Econômico	
Hipótese de causalidade reversa	
Origem legal → Desenvolvimento financeiro → Crescimento econômico → Regras jurídicas	

Fonte: Elaboração própria, com base em Graff (2008) e Xu (2011).

Como visto acima, Pistor (2009) observa que, na teoria sobre as origens, a causalidade do direito sobre o desenvolvimento financeiro é afirmada e não explicada. Para a autora, La Porta e os coautores de *Law and Finance* partem do pressuposto de que o mercado equivale à soma das relações contratuais individuais de cada empresa, bem como dela com seus investidores. Embora a teoria sobre as origens explique como haveria aumento dos incentivos para investimentos diante do aumento da proteção dos direitos de propriedade dos investidores, não há demonstração de como isso implicaria necessariamente o desenvolvimento dos mercados financeiros, ainda mais quando os mercados contemporâneos se caracterizam por maior complexidade do que a mera soma de seus agentes (PISTOR, 2009).

Aliás, Pistor (2009) vai além: especificamente quanto à proteção de investidores, o direito, ao oferecer mais salvaguardas aos investimentos, também apresenta incentivos aos membros do mercado e informa *ex ante* o comportamento dos investidores, sendo assim o direito determinaria o modo de crescimento do mercado. Nessa mesma linha, Berkowitz, Pistor e Richard (2003a) e Milhaupt e Pistor (2008) sustentam que a relação entre direito e economia é caracterizado por uma complexa endogenia, com destaque para respostas jurídicas construídas em contextos de crises e de crescimento econômico⁶⁵. De acordo com todos esses autores, a real dinâmica entre instituições jurídicas e economia nega a perspectiva de dotação do direito

⁶⁵ Especialmente quanto à regulação dos mercados financeiros, Gerding (2013) sustenta que essa endogenia direito/economia seria marcada pela existência de “ciclos regulatórios” (ou “hipótese da instabilidade regulatória”) que acompanham os ciclos econômicos intercalados por crises e épocas de crescimento. Essas oscilações regulatórias seriam responsáveis pela deterioração da regulação financeira durante época de crescimentos extraordinários (bolhas especulativas), em cinco etapas que envolvem: regulações de estímulo; afrouxamento do cumprimento de regras regulatórias; arbitragens regulatórias; regulações pró-cíclicas e regulações pró-‘comportamento de manada’ (GERDING, 2013).

de *Law and Finance*, em que o sistema jurídico se apresenta como um dado fixo, uma infraestrutura social esterilizada. Em seu lugar, o modelo apropriado se aproxima de uma *rolling relation* entre respostas jurídicas a problemas econômicos e geração de incentivos aos participantes do mercado com surgimento de novas demandas por soluções jurídicas.

A relação de endogenia entre fatores econômicos, políticos e jurídicos, para outros juristas, entretanto, ainda permanece como um complexo não compreendido. Deakin e Siems (2010), fazendo uso de métodos de pesquisa comparada e procedendo a codificações das alterações legislativas sofridas por dez jurisdições durante as últimas décadas, chegaram a conclusões ambíguas. Em alguns casos, como a Índia, houve correlação significativa entre a qualidade do direito e o desenvolvimento financeiro ao longo do tempo. Em outros, não houve, como no caso dos Estados Unidos em relação às profundas alterações promovidas pela Lei Sarbanes-Oxley, resposta estadunidense ao escândalo Enron, em 2001. Por essa razão, Deakin e Siems (2010) destacam haver ainda pouca compreensão sobre a endogenia entre Política, Economia e Direito.

Outro problema se refere à possibilidade de omissão de variável explicativa nas regressões rodadas por LLSV. Nesse sentido, Licht, Goldschmidt e Schwartz (2007) observam que instituições sociais informais podem ter um papel relevante e totalmente ignorado por economistas. Nesse sentido, Milhaupt e Pistor (2008) sustentam que LLSV pressupõem ser o direito a única fonte de disciplina da vida social, desvalorizando a existência de normas informais que conformem a atividade econômica, como códigos de condutas de melhores práticas de governança. Essa desconsideração por completo é atribuída à dificuldade de identificação desses mecanismos não legais e de encaixe em modelos formais matemáticos (MILHAUPT e PISTOR, 2008). Corroborando essa importância, Coffee (2001) provou que os Estados Unidos e o Reino Unido conseguiram desenvolver seus mercados financeiros sem a ajuda de forte proteção legal de investidores, o que teria ocorrido graças a instituições informais, que, apesar de não serem aplicadas judicialmente, condicionam o comportamento dos agentes econômicos. Um exemplo disso seria a prática, nos Estados Unidos e no Reino Unido, de que a maioria do conselho diretor de uma empresa seja independente dos administradores, ainda que inexista qualquer regra legal em ambos os países.

O problema da correlação de múltiplas variáveis permite indagar se as regras jurídicas que protegem os investidores, por exemplo, não seriam meros produtos de uma variável verdadeiramente independente, fator que pode ir muito além do direito (COFFEE, 2001). Estudos paralelos ao desenvolvimento da literatura *Law and Finance* oferecem potenciais candidatas, como as condições iniciais das colônias (origens coloniais) para onde foram

transplantados os sistemas *common law* e *civil law*, bem como sua associação com estratégias de colonização, o que é realizado por Acemoglu, Johnson e Robinson (2001, 2002). Berkowitz, Pistor e Richard (2003b), por sua vez, ao analisar economias de transição⁶⁶, enfatizam o conjunto entre as instituições jurídicas transplantadas e a receptividade do sistema jurídico que recebe esses mesmo transplantes. Tal receptividade estaria associada ao contato com o sistema-mãe durante a época de formação do sistema jurídico do país anteriormente à adoção do modelo socialista (BERKOWITZ, PISTOR e RICHARD, 2003b).

Outros estudos destacam a cultura como variável de maior relevância explicativa. Licht, Goldschmidt e Schwartz (2007), partindo da análise da relação da cultura com três tipos de normas de governança – o *rule of law*, o nível de corrupção e a transparência democrática –, reacendem a discussão sobre a importância da colonização britânica e da língua inglesa como fatores associados maiores valores nesses três indicadores. Para esses autores, as orientações culturais teriam uma capacidade explicativa maior sobre os valores individuais dominantes nas diversas sociedades, com profundo impacto sobre o desenvolvimento local.

Já Stulz e Williamson (2003) examinam a cultura e seu impacto sobre o direito de investidores, mediante ênfase na religião e linguagem. Encontraram robusta correlação entre os direitos de credores, protestantismo e catolicismo, maior do que aquela verificada por LLSV em relação às origens, ainda que as considerem variáveis de difícil distinção. A importância da cultura seria temperada, entretanto, pela abertura do país ao comércio internacional, o que incentivaria mudanças legislativas no sentido de redução de barreiras. Dessa forma, os autores especulam que cultura e religião seriam apenas uma racionalização do discurso político, na defesa de interesses de grupos específicos, como dos empreendedores, na doutrina calvinista (STULZ e WILLIAMSON, 2003).

Instituições políticas, por sua vez, também são concebidas por alguns estudos como fatores suficientes para neutralizar os efeitos das origens. Harris (2008) nomeia essa corrente de *Politics and Finance*. Rajan e Zingales (2003) formulam uma teoria de grupos de interesse sobre o desenvolvimento financeiro, em que o Estado é uma arena em que grupos, amigáveis ou não à ascensão dos mercados financeiros, brigam pelo controle. O poder relativo desses grupos também seria temperado pelo nível de transações com outros países. O direito é caracterizado, contudo, como mera ferramenta de cunho político, o que seria salientado no *civil law*, onde a legislação é um instrumento na mão dos políticos. Já no sistema *common law*, os juízes limitariam esse poder político (RAJAN e ZINGALES, 2003). Já Pagano e Volpin (2005)

⁶⁶ Países ex-membros do bloco socialista, principalmente da Europa Oriental, como Polônia, Ucrânia e Rússia.

demonstram como o desenho do sistema eleitoral democrático tem influência sobre os direitos de investidores. Enquanto sistemas proporcionais, mediante a captação de interesses de grupos sociais homogêneos por parte de partidos políticos, inclina-se a prover melhorias nas proteções legais de investidores, o critério majoritário poderia ser prejudicial aos investidores quando estes não representem os interesses dos grupos sociais dominantes.

Em orientação semelhante, Roe (2003, 2007) defende que a economia política geralmente supera instituições como a tradição jurídica, considerada por ele uma instituição secundária. Para ele, políticas perseguidas por distintos governos, por exemplo, a política do pleno emprego nas social-democracias europeias, estariam associadas a arranjos de governança corporativa que lhe são próprios, como a concentração da propriedade, pois estes mecanismos peculiares são capazes, por exemplo, de reduzir a discricionariedade dos gestores corporativos em seu comportamento maximizador do lucro, o qual poderia pôr em risco a diretriz política inicialmente traçada em relação ao alto nível de emprego. Isso por sua vez balizaria o desenvolvimento de mercados financeiros em um sentido particular, de acordo com os interesses políticos dominantes (ROE, 2000). De maneira mais articulada, Roe (2006, 2007) observa que a política, os conflitos entre grupos sociais e até mesmo entre os competidores nos mercados financeiros, bem como a forma de resolução desses conflitos são responsáveis afetar a forma e efetividade dos mercados financeiros.

Especificamente em relação ao Brasil, Pargendler (2012b) sustenta que a construção do direito comercial desde 1850 observou padrão completamente distinto do modelo previstos pela teoria sobre as origens, ainda que tenha procedido a transplantes legais de outros sistemas jurídicos. Um processo legislativo politizado teria sido responsável por escolhas voluntárias e conscientes dos efeitos de dos legisladores acerca do direito a ser adotado, o que resultou em leis com regras de diversas tradições jurídicas, posteriormente adaptadas às necessidades das elites locais. Isso distanciaria o Brasil de visões simplistas de adoção involuntária de normas jurídicas do direito civil francês. Nesse processo, Pargendler (2012b) ressalta a importância da constituição política do país, com ênfase nas desigualdades sociais originadas da estratégia de colonização e na conservação de instituições jurídicas expropriatórias, apesar de alterações no direito formal.

Outros estudos históricos também reforçam a visão da economia política sobre o desenvolvimento financeiro. La Porta et al (2008), aliás, admitem que as questões históricas são as mais desafiadoras para a teoria sobre as origens. Nesse sentido, Malmendier (2009) lembra que o direito romano, base do *civil law*, estruturado sob a forma de um flexível *case law* – o que põe em cheque a dicotomia de sistemas na teoria sobre as origens –, foi capaz de abrigar

uma instituição comercial-jurídica primitiva, a *societas publicanorum*, apenas enquanto houve apoio político durante a República Romana. Quando o direito romano se sofisticou e houve perda desse suporte político, essa forma primitiva de “sociedade empresária” desapareceu (MALMENDIER, 2009).

Milhaupt e Pistor (2008), por sua vez, observam que, de 1870 a 2000, período dividido por eles em quatro, em cada um desses períodos pelo menos um país de *civil law* cresceu mais rápido do que os países de *common law*. Já Cheffins, Bank e Wells (2012) ao analisarem os desdobramentos históricos do mercado de capitais nos Estados Unidos, particularmente entre 1930 a 1970, observam que, embora esse período tenha se caracterizado por robusto desenvolvimento, a competição das leis estaduais nos Estados Unidos liderada pelo Estado de Delaware erodiu as proteções jurídicas conferidas aos investidores. Os autores concluem que fatores extraleais teriam exercido papel mais importante que avanços em proteções jurídicas de investidores, conforme defendido pela literatura *Law and Finance*. Conclusão semelhante foi alcançada por Musacchio e Turner (2013), que, ao procederem ao exame da história da governança corporativa, sugerem que fatores contingenciais, como conflitos militares, instabilidade política, inflação e desordem na economia teriam sido mais relevantes que as origens no desenvolvimento financeiro.

Congregando as explicações da história e da economia política de mudança do direito, Coffee (2000) observa que as evidências históricas sugerem que os desenvolvimentos de instituições jurídicas tendem a seguir, e não a anteceder, o desenvolvimento financeiro. As reformas jurídicas são realizadas, dentro de um contexto democrático, de acordo com a motivação de grupos que percebem propostas de reformas como melhorias na proteção de seus interesses. Por isso, primeiro surgem os grupos beneficiados com o desenvolvimento financeiro, depois há a emergência de *lobby* dessas organizações como força motriz para a mudança no direito formal (COFFEE, 2000).

2.2.2. Teoria sobre as origens como teoria preditiva

A segunda interpretação possível se refere à capacidade preditiva que associa a vigência de regras do *common law* com mais desenvolvimento financeiro, por exemplo. Coffee (2001) afirma que as conclusões iniciais da literatura sobre as origens implicavam uma visão muito pessimista em relação aos países do *civil law* que desejassem desenvolver seus mercados financeiros com bastante liquidez, pois, sem reformas em seus sistemas jurídicos, estariam condenados a ter um modelo de concentração de propriedade. Além disso, o transplante de regras jurídicas de um sistema para outro não seria solução para a maioria dos casos, pois alguns

aspectos dos sistemas jurídicos estariam tão ligados à essência desses sistemas que o transplante acarretaria altos custos com duvidosos retornos (PISTOR, 2009). Por outro lado, La Porta et al. (2008) recusam concluir que as origens limitem a capacidade de mudança de um país ou que restrinjam o seu desempenho econômico. Os exemplos da França e da Bélgica – países de *civil law* com economias bem desenvolvidas – indicariam que os obstáculos associados às origens seriam superáveis, embora não se soubesse exatamente os fatores necessários para tanto (LA PORTA ET AL., 1998).

Com o objetivo de testar a teoria sobre as origens quanto à sua proposição de que as origens estariam associadas a diferentes mecanismos de respostas a crises, Fairfax (2009) procedeu à análise da reação dos Estados Unidos ao tumulto financeiro de 2008. Na ocasião, foram editadas diversas leis que articularam não somente a intervenção governamental em empresas do setor financeiro e automotivo, mediante, por exemplo limitação de pagamento de compensações financeiras a executivos, como também planos de ajudas financeiras governamentais a esses mesmos setores. O governo estadunidense injetou mais de US\$200 bilhões no sistema bancário (US\$125 bilhões apenas para as nove maiores instituições financeiras) e tornou-se proprietário de ações de centenas de bancos – o governo daquele país, aliás, já seria dono de 60% do *Bank of America*, bem como acionista majoritário do Citigroup, bem como da seguradora AIG (instituição que recebera outros US\$173 bilhões, mais de 8% de suas ações) (FAIRFAX, 2009). Davidoff & Zaring (2008) chegam a afirmar que esses movimentos representariam a maior nacionalização parcial da história dos Estados Unidos. Intervenção semelhante também sofreu o setor automotivo, com mais US\$80 bilhões em assistência. Fairfax (2009) destaca tanto o governo americano como proprietário de 6% da General Motors, a maior das empresas, no final da crise de 2008 quanto a pressão governamental para o pedido de concordata da Chrysler, com a finalidade de forçar sua aquisição por empresa estrangeira, o que de fato ocorreu em 2010.

Fairfax (2009) afirma que os Estados Unidos foram no sentido contrário ao que prevê a teoria sobre as origens e sugere que outras forças, sociais, políticas e econômicas explicam melhor a resposta por eles formulada. Para a autora, a resposta estadunidense à crise se centrou em respostas legislativas, além de se aproximar de outra marca do *civil law*: crescimento do poder administrativo, com protagonismo do Tesouro Americano, na estruturação de estruturação de dívidas e fusões, como a aquisição do Banco Bear Stearns pelo Banco JP Morgan. Ainda que La Porta et al (2008) defendam que cada país possui uma mistura de mecanismos a sua disposição e que as leis editadas por países do *common law* tendem a refletir a ideologia pró-mercado, Fairfax (2009) observa que as novas leis adotaram um viés típico do

civil law: aumentaram o poder de pelo menos oito reguladores do sistema financeiro e marginalizaram o papel das Cortes e do *judicial rulemaking*, por meio da restrição da revisão judicial de decisões administrativas do Tesouro Americano na execução de seus programas de resgate financeiro⁶⁷.

Contudo, a teoria sobre as origens mantém certa relevância, segundo Fairfax (2009). Nesse sentido, são evidências de que os EUA confiam no mecanismo de mercado como princípio organizador da atividade econômica, de acordo com o modelo dos países de *common law*: (i) aquisição de ações corporativas sem direito de voto ou com compromisso de abstenção governamental; (ii) ausência de diretrizes estatais quanto ao modo de dispêndio dos recursos dos resgates; (iii) uso de artifícios financeiros para evitar a aparência de controle estatal sobre instituições financeiras; (iv) utilização de retórica pró-mercado na edição de novas leis regulatórias; (v) dificuldade de edição de leis e atos de intervenção administrativa na economia.

Para autores como Fairfax (2009), os países de *common law* dependem cada vez mais de legislações para compensar inconsistências internas, ainda mais quando defrontados com crises econômicas graves que exigem respostas rápidas. Para outro, porém, como Pistor (2009), o futuro aponta para um contexto em que falar de famílias jurídicas fará cada vez menos sentido, principalmente quanto ao direito comercial, mais uniformizado para dar conta de mais e mais transações transnacionais. Hoje a globalização e a internacionalização são mais importantes para o desenvolvimento financeiro, o que aumenta a relevância de investimentos transnacionais e códigos de governança corporativa internacionais, os quais não se encaixam na distinção *common law* e *civil law* (PISTOR, 2009).

2.2.3. Teoria sobre as origens como teoria normativa

A terceira interpretação enfatiza o viés normativo: considerando que os teores explicativo e preditivo da teoria sobre as origens sejam válidos, países que almejam desenvolvimento financeiro devem, segundo La Porta et al. (1998, 2008), em tempos de estabilidade social, política e econômica, adotar instituições jurídicas típicas do *common law*. Embora o volume de citações acadêmicas espelhe em grande medida a relevância dessa teoria sobre as origens, foi principalmente por meio de pesquisas patrocinadas por organismos

⁶⁷ Gadinis (2013) ressalta que esse movimento foi compensado com o aumento do poder do Congresso dos Estados Unidos. Contudo, salienta que a responsividade democrática das decisões administrativas do Tesouro oferecem o perigo de maior influência de grupos de interesse. Particularmente esse movimento pós-crise de 2008 seria, por isso, oposto àquele da crise ocorrida no início dos anos 2000, com as empresas de tecnologia (crise “dot com”), em que os escândalos foram seguidos pelo fortalecimento do modelo de agências reguladoras (GADINIS, 2013).

internacionais que a influência normativa ganhou força global (COLLISON ET AL., 2011; XU, 2011; CABRELLI e SIEMS, 2015).

Como contexto, após a crise financeira do final da década de 1990, ocorrida no Leste Asiático, o Fundo Monetário Internacional (FMI) iniciou a promoção de reformas jurídicas quanto às finanças corporativas e à governança corporativa (PISTOR, 2002). Isso ocorreu porque a qualidade dos direitos domésticos dos países daquela região foi identificada como protagonista em induzir tal tumulto nos mercados, principalmente em relação ao processo de contágio: os países com leis formais de melhor qualidade e melhor *enforcement* estariam mais bem preparados para lidar com crises semelhantes em relação a países que oferecessem fraca proteção de investidores (JOHNSON, BREACH e FRIEDMAN, 2000), o que estaria em linha com o estudo de La Porta et al. (1998), contemporâneo à crise. O modelo proposto pelo FMI foi o de harmonização dos diversos sistemas a partir do desenvolvimento de *standards* jurídicos (PISTOR, 2002).

Seguindo orientação semelhante, o Banco Mundial, por meio do IFC (*International Finance Corporation*), órgão àquele subsidiário, patrocinava pesquisas comparativas de modo a identificar os principais obstáculos ao desenvolvimento financeiro (PISTOR, 2009), elemento associado ao crescimento econômico, conforme estabelecido por outras pesquisas também promovidas por economistas do Banco Mundial, como em Levine (1997). Os indicadores construídos por esses estudos, bem como as principais conclusões deles derivadas foram utilizados para categorizar os sistemas jurídicos dos países (PISTOR, 2009). A soma de indicadores e dados compilados por estudos da literatura *Law and Finance*⁶⁸ com a metodologia de De Soto (1989), que mediu os obstáculos aos empreendedores no Peru e sugeriu reformas para reduzi-los, deu origem em 2002 ao *Doing Business Project*. Anualmente é lançada sua publicação principal, o *Doing Business Report* (DB), hoje o maior sucesso do Grupo Banco Mundial, com mais de dez milhões de acessos anuais por meio do site da organização (DAVIS e KRUSE, 2007; MICHAELS, 2009; BESLEY, 2015).

A influência do DB deve-se em boa parte à grandiosidade de seu escopo: reúne onze conjuntos de dados quantitativos, com séries históricas, acerca das regulações incidentes sobre a atuação de pequenas e médias empresas em mais de 189 economias (WORLD BANK GROUP, 2015). Essa dimensão acompanhada da credibilidade conferida pelo selo do Banco

⁶⁸ Besley (2015) lista alguns desses estudos, como: Djankov et al. (2002); Djankov et al. (2003); Djankov et al. (2007); Djankov et al. (2008a); Djankov et al. (2008b).

Mundial⁶⁹ fez desse projeto referência para a acadêmicos, políticos e investidores. Sobre o assunto, foram mais de 5 mil *working papers* publicados online e mais de 2 mil artigos publicados em periódicos de renome, o que decorre principalmente da inexistência prévia desse tipo de compilação de dados (BESLEY, 2015). Além disso, o DB serve de modelo para reformas legislativas, decisões de investimento e métodos de análise de instituições financeiras internacionais (AHLERING e DEAKING, 2007; FAUVARQUE-COSSON e KERHUEL, 2009). Para Davis e Kruse (2007), o DB fez sucesso porque a clareza dos números é de fácil assimilação, o que facilita seu uso político e é reforçado por estruturar todos os países em *rankings*, e, além de tudo, trata-se de uma publicação de língua inglesa.

Contudo, o DB se escora nas conclusões da teoria sobre as origens jurídicas, servindo de propaganda a essa literatura acadêmica e criando uma relação de simbiose: enquanto o Banco Mundial durante a última década financiou as caras *surveys* de pesquisadores da área e emprestou sua reputação a esses estudos, a teoria sobre as origens pretendeu revestir de cientificidade os pressupostos que fundamentam o DB (PISTOR, 2009; MICHAELS, 2009a). Essa relação é preocupante, pois se, de um lado, no meio acadêmico, a teoria sobre as origens jurídicas é interpretada de maneira descritiva e analítica, sujeita a amplo debate, de outro, uma vez adotada por organismos internacionais de renome e incorporada ao DB, os argumentos e prescrições oriundos de certas conclusões obtidas em pesquisas na linha *Law and Finance* passam a se direcionar a investidores e a legisladores⁷⁰ de maneira normativa, a favor da adoção de instituições típicas do *common law*⁷¹.

Quanto a isso, Pistor (2009) sustenta que o DB empresta muito de La Porta et al. (2008) que, embora reconheçam as limitações de possíveis transplantes entre sistemas de origens

⁶⁹ Michaels (2009) destaca que um dos expoentes da literatura *Law and Finance*, Simeon Djankov, ocupou por anos o posto de economista-chefe do Banco Mundial, liderando o *Doing Business Project*. Djankov também foi presidente do Conselho do Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento (EBRD), bem como Ministro das Finanças da Bulgária (2009-2013). Aliás, nota-se a presença dos principais autores dessa literatura em cargos de grande visibilidade nas décadas de 1990 e 2000. La Porta e Lopez-de-Silanes foram conselheiros da Comissão do Sistema Financeiro no México, enquanto Lopez-de-Silanes ocupou cargo semelhante no FMI e no Banco Mundial (COLLISON ET AL., 2011).

⁷⁰ Como exemplo, Besley (2015) cita Narendra Modi, Primeiro-Ministro indiano, que expressamente estipulou a meta de chegar ao 50º lugar no DB, e Vladimir Putin, Presidente russo, que em 2012 prometeu alçar a Rússia à 12ª colocação por volta de 2018.

⁷¹ Fauvarque-Cosson e Kerhuel (2009) observam que as conclusões iniciais do *Doing Business* foram tão contrárias aos países com maior influência do *civil law*, que a França, embora tenha sugerido o abandono do conceito *one size fits it all*, pleito posteriormente acolhido pelo Banco Mundial, realizou reformas legislativas, com a edição da *Loi de Sauvegarde des entreprises* (loi nº 2005-845) e da *Loi de modernisation de l'économie* (loi nº 2008-776). Além disso, a reação francesa também incluiu um programa próprio de análise da eficiência do direito francês, o *Attractivité Economique du Droit*, um movimento em defesa da cultura jurídica francesa, capitaneado pela *Association Henri Capitant*, o lançamento da *Fondation pour le Droit Continental*, além de uma série de publicações e estudos, da academia, do Judiciário e das Cortes administrativas francesas visando a responder ao que fora identificado como concorrência jurídica global (FAUVARQUE-COSSON E KERHUEL, 2009).

distintas, afirmam ser possível alterar algumas regras jurídicas sem incorrer grandes custos e com retornos certos em termos de eficiência econômica, como a redução das barreiras à entrada de novas empresas no mercado (*regulation of entry*). No entanto, La Porta et al. (2008) e Djankov et al. (2002) não identificam as razões que justificariam os baixos custos de mudanças dessas instituições tampouco as certezas de benefícios que as acompanharia. Pistor (2009) observa que o fundamento seria mera presunção de que todos os sistemas jurídicos funcionassem da mesma forma diante da suposta diminuição dos incentivos de comportamento *rent-seeking* (ganho de renda econômica derivado da manipulação de normas).

Esse pressuposto, segundo Pistor (2009), negligenciaria o fato de que tais barreiras possam refletir valores mais difusos da sociedade, como a preferência por evitar danos posteriores mediante barreiras *ex ante* ao invés de recorrer a regulações *ex post*. Essa ilustração destaca o viés normativo da teoria sobre as origens e sua suposição no sentido de que as pessoas desejam todos os resultados econômicos intitulados pela literatura *Law and Finance* como “bons”, por exemplo, um maior mercado financeiro ou um sistema judiciário mais rápido. Mas isso pode não ser universalmente válido. Michaels (2009) sustenta que a teoria sobre as origens conecta o direito ao progresso econômico, negligenciando que há valores intrínsecos às coisas e que eles são diversos a partir de cada cultura.

Aliás, observa Michaels (2009), a cultura possui um caráter dubio em se tratando de recomendações de reformas legislativas. Ela pode ser um elemento que requer adaptações normativas e, por isso, fundamental a efetividade de mudanças no direito. Porém, pode representar também fator de restrição a avanços, de conservadorismo, ou mesmo de mero protecionismo contra transplantes jurídicos estrangeiros. Além disso, ainda que seja fácil alterar o direito formal, os valores que informam as normas jurídicas não o são.

Não por acaso, a exportação de normas deve sempre levar em consideração o contexto particular do local em que serão aplicadas, como fatores históricos, sociais, culturais e econômicos (DEAKIN e SIEMS, 2010). Pistor (2002) ressalta que não importa a qualidade das leis ofertadas: o lado da demanda – representado por legisladores, operadores do direito e pelos próprios cidadãos – será sempre a parte determinante do sentido da norma. A exportação de transplantes legais acompanhada da ausência de traços de familiaridade desperta a resistência doméstica, havendo ainda as problemáticas da interpretação distinta a partir de cada cultura, da interdependência e autorreferenciação das regras (no sentido de que apenas algumas regras são entendidas por completo sem necessariamente exigir explicações mais profundas sobre referências implícitas e explícitas a outras), termos jurídicos ou conceitos com acepções

distintas. Por isso, o novo direito precisa contar com o interesse e a compreensão daqueles que querem dele fazer uso para haver efetiva mudança social e jurídica (PISTOR, 2002).

Mais que isso, o transplante de instituições jurídicas formais não é necessário ao progresso econômico, diante da possibilidade de que lacunas sejam supridas por substitutos funcionais. Milhaupt e Pistor (2008) pontuam que alguns mecanismos às vezes oferecem menos custos de aplicação do que novas normas jurídicas formais incidentes sobre a atividade econômica, como: pactos entre líderes políticos e grupos políticos que facilitam a disseminação da informação e da transmissão de diretrizes políticas, orientações de códigos de melhores práticas que disseminam sinais do comportamento desejado no mercado, líderes políticos com capacidade de por si só aumentar a credibilidade de seus compromissos políticos. Ressalva-se, entretanto, que essas alternativas não significam reduzir a importância do direito positivo ou que tais equivalentes funcionais possam substituí-lo de maneira adequada e completa, mas tão somente que distintas estratégias adaptativas podem ser traçadas para países e setores em particular (COFFEE, 2001).

O viés normativo da teoria sobre as origens plasmado nas conclusões do DB também esconde um *benchmark*: um modelo de desenvolvimento econômico próximo daquele que seja o dos Estados Unidos (DEAKIN e SIEMS, 2010). Como as transações comerciais e financeiras transacionais exigem resposta coordenada de múltiplas jurisdições, afirma Pistor (2002) que num cenário de ausência de uma autoridade supranacional com capacidade de *enforcement*, passa a ser essencial a construção de instituições domésticas efetivas. Contudo, o processo de escolha de um modelo que sirva de parâmetro tem traços de domínio ou imperialismo jurídico (PISTOR, 2002), o que, para Krever (2013), ocorre no DB, por meio da escolha de indicadores da qualidade do direito que difundem uma ideologia neoliberal “embutida” sobre o que seja desenvolvimento. Isso porque os incentivos de mudanças legais reservam um papel secundário ao direito, como facilitador do funcionamento do mecanismo de mercado e como plataforma aos negócios e contratos privados (KREVER, 2013).

O caráter quantitativo dos estudos do DB⁷² teria facilitado a entrada desse tipo de discurso na política, pois os números teriam a virtude de aparentar mais objetividade, neutralidade, universalidade e rigor (KREVER, 2013). Destaca-se que números dariam a falsa impressão de cunho técnico, o que esterilizaria o processo político de tomada de decisões. O DB, ao enxergar o direito como mera tecnologia, reifica instituições neoliberais e reduz a diversidade dos discursos potencialmente contestatórios do modelo de desenvolvimento

⁷² Para uma discussão sobre o uso de métodos quantitativos, ver Seção 2.2.1.

(KREVER, 2013). Isso seria conveniente ao Banco Mundial, uma vez que esta organização presta assistência supostamente jurídico-técnica e, quando o direito se vê resumido a um aspecto “técnico”, torna-se mais fácil de repassar a ideia de que é necessária uma reforma ou uma assistência (TRUBEK E GALANTER, 1974; MIHAUPT E PISTOR, 2008). Aliás, interferências políticas lhe são proibidas, segundo seu próprio Convênio Constitutivo (FABIANI, 2011).

Michaels (2009a) sustenta que o DB também abafa potenciais discussões políticas ao enfatizar a competição regulatória, por meio de *rankings* e recomendações prontas, os quais deixam de ser meras listagens para assumir o papel de formuladores de opinião pública e constituir mecanismo de governança indireta. A elaboração de um *ranking* da qualidade absoluta do direito em relação a uma dada função das normas põe pressão nos países para que procedam a reformas visando melhoria nessas mesmas funções, sendo muitos deles, inclusive, economias que normalmente dependem dos recursos dessa entidade bancária (DEAKIN e SIEMS, 2010). No entanto, essa concepção do direito ignora que as instituições jurídicas são interconectadas e multifuncionais, além de se relacionarem com outros agregados de normativos formais e informais, por meio de seus custos relativos, por exemplo (MICHAELS, 2009a; PISTOR, 2009).

Por causa de críticas como essas, foi formado um painel independente em 2012, no âmbito do Banco Mundial para avaliar a metodologia do estudo, com especial atenção à regulação do mercado de trabalho (BESLEY, 2015). E, de fato, a edição 2015 do estudo apresenta novo desenho metodológico⁷³, com mudança em oito conjuntos de indicadores, a ser plenamente aplicada apenas em 2016. Além disso, as versões mais recentes do estudo contêm conclusões mais ponderadas quando à validade das informações para uso em reformas legislativas⁷⁴. Isso vai ao encontro de Pistor, Raiser e Gelfer (2000), para quem o direito precisa ser entendido antes de ser apropriadamente aplicado, sob pena de corrosão de sua efetividade.

⁷³ Segundo a publicação, a alteração possui dois objetivos: expandir o escopo tanto da medida de eficiência de uma transação ou serviços para incluir aspectos da qualidade do serviço quanto da medida de qualidade regulatória para incluir boas práticas dos setores pesquisados (WORLD BANK GROUP, 2015, pp. 24).

⁷⁴ Ainda assim, o DB insiste em destacar as mais de 600 reformas legislativas a que teria dado origem desde 2003 (WORLD BANK GROUP, 2015, pp.22, 33-45, 152-166).

3. ABORDAGENS TEÓRICAS ALTERNATIVAS

O arcabouço teórico dominante, embora considere a relevância do direito para o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, reduz o seu papel ao de uma infraestrutura fixa e prévia às finanças, o que Pistor (2009) chama “modelo de dotação”. A ênfase em métodos estatísticos parece ter ofuscado o papel do jurista na análise da complexidade funcional das normas jurídicas. Por tal razão, esta terceira seção se concentra em abordagens alternativas que colocam o jurista em um papel mais central, fogem da percepção estritamente positivista do direito e se abrem a uma visão mais holística das instituições jurídicas e sua interação com o desenvolvimento financeiro. Entre elas foram identificadas o Novo Direito e Desenvolvimento (NDD), a Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE), bem como a Teoria Jurídica das Finanças (TJF). A ordem de análise segue o critério cronológico de publicação dos trabalhos identificados como os principais de cada uma dessas abordagens – a saber, respectivamente, Trubek e Santos (2006), Castro (2009) e Pistor (2013b).

3.1. Novo Direito e Desenvolvimento (*New Law and Development*)

O Novo Direito e Desenvolvimento (NDD) é identificado por Trubek e Santos (2006) como o Terceiro Momento da Teoria do Direito e Desenvolvimento (D&D), caracterizado por esses autores menos como uma teoria completa e robusta, e mais como a interseção de ideias pertencentes às esferas da teoria econômica, do direito e de políticas práticas adotadas por agências de desenvolvimento. Trubek e Santos (2006) observam que o NDD encerraria um feixe de ideias que tenta orientar e explicar alterações em sistemas jurídicos realizadas na busca por desenvolvimento, independentemente da definição deste e sem intenção de inferências de causalidade entre um e outro, mas tão somente imbuído do intuito de compreender as interações entre eles. Essa diversidade de ideias também é ampliada por Prado (2010), que, apesar de sustentar a inexistência de uma circunscrição do conteúdo exato, descreve o NDD como um campo de estudos, com variedade de abordagens, análises e tópicos.

A conceituação desse campo também se altera em perspectiva histórica, de acordo com o tipo de interação entre direito e desenvolvimento. Trubek e Santos (2006) sustentam que a doutrina D&D apresentou desde a Segunda Guerra pontos de relativa coesão das ideias que encerrava, o que eles chamam de “Momentos”. O primeiro deles teria ocorrido na década de 1960, quando surgiu o que eles chamam de “Primeiro Momento” e não havia tantas dúvidas sobre a conceituação de desenvolvimento e os caminhos que levariam até ele.

Nessa época, programas de assistência jurídica eram promovidos por fundações e agências de desenvolvimento de países desenvolvidos, como os Estados Unidos, e direcionados

a países da África e da América Latina. Esses programas foram arquitetados pela academia jurídica estadunidense com o pressuposto teórico implícito de que a exportação do modelo jurídico daquele país – o que Trubek e Galanter (1974) identificam como “paradigma legalista liberal”⁷⁵ – a sociedades menos desenvolvidas seria suficientemente capaz de promover o progresso social⁷⁶ (TRUBEK E GALANTER, 1974). Por isso, a ênfase inicial de D&D deu-se sobre a educação jurídica, com treinamento profissional de operadores desses países nos Estados Unidos (TRUBEK E SANTOS, 2006)⁷⁷.

Além disso, Trubek (2001, 2012) destaca o predomínio de teorias que, nas décadas de 1950 e 1960, defendiam a proeminência do papel gerencial do Estado diante da economia, no sentido de propiciar a transformação das sociedades tradicionais rumo à sua “modernização”. Nutria-se a noção de que o setor privado seria insuficiente para prover investimentos necessários e sustentáveis. Trubek (2001) observa ainda que elites dessas sociedades menos desenvolvidas também seriam refratárias a mudanças sociais. Para remediar a ausência de capacidade e interesse por parte dos grupos privados dominantes, o Estado deveria ser capaz de planejar e realocar excedentes de capital, combater a resistência de grupos dominantes, investir em setores chave e controlar o capital financeiro, e, assim, promover a industrialização por meio de estratégias de substituição de importações (TRUBEK e SANTOS, 2006). Por essa razão, o Primeiro Momento da doutrina D&D pode também ser entendido, conforme Trubek e Santos (2006), por “Direito e Estado Desenvolvimentista”, marcado pelo tratamento instrumental político do direito como forma de canalização do comportamento econômico e como arcabouço para operação da burocracia governamental.

O desfecho do Primeiro Momento da doutrina se deu por causa de questionamentos oriundos da própria academia estadunidense quanto à legitimidade e cientificidade dos

⁷⁵ Trubek e Galanter (1974) definem “paradigma do legalismo liberal” como um conjunto de premissas sobre a interação direito e sociedade, entre elas: (i) centralidade do estado no controle e promoção de mudanças sociais; (ii) normas jurídicas como instrumentos de transformações sociais; (iii) presunção de que equivalência entre alterações jurídicas e mudanças no comportamento social; (iv) presunção de que profissões jurídicas defendem sempre o interesse público; (v) presunção de convergência institucional dos sistemas jurídicos dos países menos desenvolvidos na direção de instituições de países mais desenvolvidos.

⁷⁶ Conforme Davis e Trebilcock (2001), trata-se da visão do desenvolvimento como adoção de um modelo pré-estabelecido de sociedade, o que mais tarde se caracteriza como a teoria da modernização. Segundo essa abordagem, desenvolvimento implica convergência institucional dos países menos desenvolvidos com padrões de países desenvolvidos ocidentais, o que pode ser resumido com adoção do *rule of law* por meio de transplantes legais.

⁷⁷ O Brasil recebeu um desses projetos, que deu origem ao Centro de Estudos e Pesquisas no Ensino do Direito (CEPED), fruto de parceria entre Fundação Getúlio Vargas (FGV), da Agência de Desenvolvimento Internacional dos Estados Unidos (USAID) e da Fundação Ford. O CEPED, formou 228 advogados em seus cinco anos de existência (1967-1972), com inovação no ensino jurídico mediante um currículo interdisciplinar, contando com professores, como Mário Henrique Simonsen, e ênfase das consequências do direito para a economia e negócios (TRUBEK, 2007).

programas de assistência, bem como por causa da escassez de recursos antes injetados por agências e fundações de desenvolvimento. Por parte da academia, Trubek e Galanter (1974) e Krever (2013) narram que a noção de importância das instituições jurídicas para o desenvolvimento começou a ser erodida pelo insucesso das reformas jurídicas promovidas até então. Além disso, a aplicação desse modelo exportado à própria sociedade estadunidense passou a ser questionado. Dessa forma, críticos e estudiosos da área começaram a se dar conta de que não apenas haviam sido adotados pressupostos muito simplicistas sobre a relação entre direito e desenvolvimento econômico, como também o movimento era dotado de um viés etnocêntrico (TRUBEK, 2001). Apesar do apelo ao aprofundamento dos estudos empíricos, as críticas resultaram, na verdade, na morte do projeto acadêmico, o que convergiu com a perda de interesse das agências de desenvolvimento (TRUBEK E GALANTER, 1974).

Davis e Trebilcock (2001) observam que esse Primeiro Momento deixou a lição de que instituições jurídicas não exercem um papel autônomo no desenvolvimento, pois teriam sua efetividade atrelada a uma gama variada de outras instituições. Ainda assim, Krever (2013) sustenta que tais conclusões sobre o papel do direito atraíram pouca atenção por parte de órgãos e entidades voltadas ao desenvolvimento, como o Banco Mundial.

Na verdade, a partir da década de 1970, o *mainstream* do pensamento acerca do desenvolvimento econômico, apoiado pelos recursos financeiros e intelectuais do Banco Mundial, passou a focar em reformas pró-mercado, que mais tarde foram abrangidas pelo rótulo “ajuste estrutural” (KREVER, 2013). Nesse contexto, segundo Trubek e Santos (2006), a ascensão do pensamento neoliberal reservou uma posição secundária ao Estado na promoção do desenvolvimento, ao assumir que o papel do direito seria apenas o de fornecer os fundamentos jurídicos para propiciar a expansão e eficiência dos mercados. Houve a migração assim de um estado protagonista, com destaque para o direito administrativo, para a ênfase no direito privado e em alterações jurídicas que facilitassem a integração de mercados. Dessa forma, ganhou corpo o que Trubek e Santos (2006) identificam como o “Segundo Momento” da doutrina D&D, por eles também chamado de “o Direito e o Mercado Neoliberal”.

A partir de meados de 1990, o Segundo Momento passou a ter maior ênfase na defesa dos direitos de propriedade, o que em parte se explica pela influência da economia institucional de Douglas North. Para este, o desenvolvimento de uma economia moderna está atrelado à construção de instituições formais e informais, que criam incentivos para que atores racionais se engajem em transações econômicas. Essas instituições teriam por finalidade, por exemplo, proteger direitos de propriedade e reduzir custos de transação para promover a credibilidade no cumprimento de contratos. Segundo essa teoria, é justamente a falta dessas instituições nos

países menos desenvolvidos que explica o seu nível de desenvolvimento. (TRUBEK, 2012). Por isso, a “Segunda Geração de Reformas”, conforme chamada por Davis e Trebilcock (2001), enfatizou o papel do direito também de elemento constitutivo do desenvolvimento em si mesmo, com reforço dos direitos de propriedade, da segurança jurídica e da independência do Judiciário.

Paralelamente, na década de 1990 também se iniciou debate mais profundo sobre reformas jurídicas com a emergência de outras perspectivas sobre a definição de desenvolvimento. Davis e Trebilcock (2001) associam a origem da ampliação do conceito de desenvolvimento à emergência dos teóricos da dependência, que nas décadas de 1960 e 1970, rejeitavam a noção de que países diferentes devam experimentar formas semelhantes de desenvolvimento. Isso se opõe à teoria da modernização⁷⁸, que inspirava o Primeiro Momento do D&D. Já o feminismo, uma das novas concepções, defende a necessidade de maior acesso do gênero feminino à política, a promoção da igualdade de gênero e o empoderamento social das mulheres, por isso preocupações estritamente econômicas deveriam abrir para o combate às desigualdades de gênero (DAVIS e TREBILCOCK, 2001). O humanismo, que ganhou força com as ideias de Sen (1999), sustenta que medidas econômicas, como o Produto Interno Bruto (PIB), não seriam capazes de capturar certas desigualdades, por exemplo, aquelas relacionadas a minorias e gênero (DAVIS e TREBILCOCK, 2001). A perspectiva do desenvolvimento sustentável, por sua vez, enfatiza o vínculo entre qualidade ambiental e desenvolvimento, enfatizando a busca pelo bem-estar tanto atual quanto o das futuras gerações. Em razão dessa concorrência de conceitos, o caminho até o desenvolvimento deixou de ser encarado tão somente pela perspectiva de modernização ou de crescimento econômico⁷⁹ (DAVIS e TREBILCOCK, 2001).

Ainda assim, no Segundo Momento, persistiu o etnocentrismo, a ênfase no caráter técnico dos programas de reformas jurídicas, bem como a crença nos transplantes legais como meio de desenvolvimento de mercados e sociedade (TRUBEK e SANTOS, 2006). Uma visão mais ampla da Teoria Direito e Desenvolvimento que acolhe essas outras perspectivas de desenvolvimento somente viria a se consolidar após 2000.

⁷⁸ Ver nota 73

⁷⁹ Conforme Davis e Trebilcock (2001), a visão do desenvolvimento como crescimento econômico agregado acolhe estudiosos de três grupos principais: (i) aqueles destacam o papel do Estado na solução de falhas de mercado (desenvolvimentistas); (ii) aqueles que defendem a redução do papel estatal e consequente aumento da importância do mecanismo de mercado como organizador da vida econômica (neoliberais); e (iii) aqueles que entendem que o Estado e instituições a ele relacionadas possuem papel fundamental na construção de instituições críticas ao desenvolvimento econômico (institucionalistas).

Após as crises financeiras do final da década de 1990 e do início do novo milênio, Trubek e Santos (2006) defendem a existência de um novo consenso entre os estudiosos da doutrina do Direito e Desenvolvimento, um Terceiro Momento. Três pontos fundamentariam essa percepção, sendo que um deles se refere justamente à ascensão do pensamento holístico do desenvolvimento, de modo a incluir outros âmbitos além do econômico. O novo momento da doutrina, NDD, concebe o desenvolvimento como constituído por várias dimensões, social, política, cultural, com interdependências entre elas (SANTOS e TRUBEK, 2006).

Contudo, essa abordagem holística como um dos consensos do NDD não é exaustiva segundo Prado (2011). Para ela, o selo do Direito e Desenvolvimento abrange também estudos que assumem como premissa o desenvolvimento como crescimento econômico, o que o faz enxergar o direito como mero instrumento na promoção do desenvolvimento – o que ela chama de “direito no desenvolvimento” (PRADO, 2011). Já aqueles que concebem o desenvolvimento de maneira mais ampla o fazem de modo a incluir o direito como desenvolvimento ele mesmo – o que ela Prado (2011) identifica como “direito como desenvolvimento”. Esse grupo teria sido influenciado pela concepção de desenvolvimento como liberdade, de Amartya Sen. Trata-se da visão do direito tanto como um meio quanto um fim em si mesmo (PRADO, 2011).

A partir da diversidade de concepções de desenvolvimento, Trubek e Santos (2006) destacam o crescimento da diversidade abrigada pelo selo Direito e Desenvolvimento. Prado (2011) acredita que essa mesma diversidade aliada à variação de concepções sobre a relação entre direito e desenvolvimento seriam responsáveis por dificultar uma conceituação precisa e unificada do campo do Novo Direito e Desenvolvimento. Nesse mesmo sentido, a acolhida de concepções tão diversas representaria um potencial para conflitos dentro do próprio campo (PRADO, 2011).

Trubek e Santos (2006) defendem que uma segunda marca desse novo Momento se refere ao consenso sobre a necessidade de regulação estatal da economia, pois a maioria dos economistas hoje teria consciência da necessidade de redução dos custos de transação e correção de falhas de mercado, como assimetrias de informação. Trubek e Santos (2006) salientam, entretanto, que não se trata da descrença total na eficiência dos mercados, mas, sim, de crença mais qualificada quanto à necessidade de regulação adequada. O papel do direito também vai além da defesa de direitos de propriedade para incluir direitos humanos e outros objetivos sociais, como a redução da pobreza. Nesse sentido, a orientação atual aponta para a redução de um pensamento jurídico formalista e incremento do pensamento consequencialista do Judiciário (TRUBEK e SANTOS, 2006).

Prado (2011), entretanto, ao enfatizar que Direito e Desenvolvimento acolhe também estudos que tratam desenvolvimento como crescimento econômico, sustenta que esse selo inclui tanto defensores quanto opositores da regulação estatal. Enquanto estes sustentam a necessidade de redução do papel estatal ao *enforcement* judicial de contratos e à proteção de direitos de propriedade, para o melhor funcionamento do mecanismo de mercado, aqueles advogam maior regulação e participação direta estatal na economia, com a finalidade de implementar políticas públicas (PRADO, 2011).

Um terceiro ponto consensual do NDD, segundo Trubek e Santos (2006), se relaciona com a ênfase nas instituições locais aliada à percepção acerca dos limites da simples transferência de instituições jurídicas estrangeiras para países em desenvolvimento. Os insucessos dos transplantes legais realizados em economias de transição fizeram surgir a opinião compartilhada de que a efetividade das reformas jurídicas depende do ambiente institucional preexistente de cada país. Em consequência da formação dessa percepção, Trubek e Santos (2006) sustentam ter havido o abandono por completo da noção *one size fits all*, bem como certa autocrítica por parte dos estudiosos.

Contudo, Prado (2011) destaca que o selo Direito e Desenvolvimento também abriga diversidade de pressupostos metodológicos. Segundo ela, essas variações se traduzem, por sua vez, em conclusões distintas sobre o poder do direito de condicionar o comportamento social. Por exemplo, a adoção da racionalidade individual, típica de estudos econômicos neoclássicos, levaria à conclusão de que o direito é capaz de mudar o comportamento social. Outros, entretanto, ao tomarem como pressupostos visões mais estruturais acerca das forças atuantes sobre o comportamento humano, como a cultura, seriam mais refratários à capacidade do direito de promover mudanças sociais por si só (PRADO, 2011).

Trubek e Santos (2006) destacam, por fim, uma particularidade do Novo Direito e Desenvolvimento: o seu senso crítico, no sentido de ser responsável por questionar premissas consolidadas pelo próprio pensamento desenvolvimentista. Entre esses questionamentos, encontra-se o combate à suposta neutralidade do direito privado, de regras jurídicas sobre contratos e propriedade e de decisões judiciais. Para esses autores, o Novo Direito e Desenvolvimento é marcado pela concepção de que tais instituições são tão intervencionistas na economia quanto o direito público regulatório, pois instituições jurídicas privadas exerceriam o importante papel na distribuição dos recursos econômicos e do poder na sociedade (TRUBEK e SANTOS, 2006).

Traçado o amplo gradiente teórico abrigado pelo selo Novo Direito e Desenvolvimento, passa-se à análise dos discursos teóricos que tratam especificamente do escopo desta monografia, o desenvolvimento financeiro.

Castro (2014) identifica a produção dessa abordagem como Gestão Pública do Capital (GPC). Essa perspectiva não acolhe apenas a visão do desenvolvimento de maneira vinculada ao crescimento econômico, mas também a definição de desenvolvimento de maneira mais ampla. Dessa forma, o direito é visto tanto como instrumento, um meio para alcance de fins regulatórios das finanças, quanto como componente próprio do desenvolvimento econômico (CASTRO, 2014). Fabiani (2011), por exemplo, realça a prevalência de uma visão específica sobre o direito nos documentos oficiais que sugeriram alterações legislativas⁸⁰ no mercado de crédito brasileiro, de 1999 a 2006: o modelo de dotação, segundo o qual o direito é uma variável exógena à economia, como uma infraestrutura instrumental prévia e fixa, sem possibilidade de sofrer influência recíproca do mercado. Ao destacar que mercado de crédito foi reformado tendo por pressuposto que o direito serve apenas de instrumento de proteção dos direitos de credores, Fabiani (2011) ressalta implicitamente outras funções do direito, como mediador de conflitos sociais mais amplos, para longe de uma concepção politicamente neutra.

A GPC caracteriza-se ainda por outros dois aspectos. O primeiro se refere ao papel central ocupado pelas consequências sociais e econômicas dos fluxos financeiros, no sentido de promover, ou não, a liberdade e o desenvolvimento. Castro (2014) sugere que Fabiani (2011) implicitamente considera em sua argumentação o papel de volume de crédito restrito e *spread* bancário elevado: são empecilhos a indivíduos e grupos na realização dos objetivos por eles valorizados. Schapiro (2010) sustenta que, no contexto nacional, o ativismo estatal por meio de bancos públicos permite não apenas correção de falhas de mercado, mas também a regulação estatal do sistema financeiro por meio da constituição de estruturas de governança (criação e organização dos próprios mercados). Assim, bancos públicos podem ter papel protagonista na concessão de linhas de crédito subsidiadas em setores onde há oferta de crédito privado a alto custo, reduzindo, no sentido de Fabiani (2011), os empecilhos ao desenvolvimento das aspirações de grupos e indivíduos.

Em consonância com a rejeição da doutrina D&D à exportação de modelos *one size fits all*, a GPC também afasta a possibilidade de adoção integral de modelos regulatórios pré-concebidos do sistema financeiro oriundos de países mais desenvolvidos (SCHAPIRO, 2010; CASTRO, 2014). Nesse ponto, ao advogar um caminho nacionalmente adequado ao

⁸⁰ Fabiani (2011) destaca que uma dessas sugestões resultou na nova Lei de Falência, Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.

desenvolvimento, o NDD representaria uma negativa de acolhimento de recomendações baseadas em modelos liberais de crescimento. Segundo Schapiro (2009), a literatura *Law and Finance* pressupõe certa convergência dos modelos de financiamento corporativo ao modelo anglo-americano, caracterizado por ênfase em transações econômicas privadas. A utilização desse parâmetro implica “a identificação de diferenças institucionais entre os países como deficiências e as alternativas, como equívocos” (SCHAPIRO, 2009, pp.306).

Em vez disso, Schapiro (2010) sustenta que países menos desenvolvidos se encontram em contexto distinto daquele em que se deu o desenvolvimento dos países mais ricos. Enquanto estes desenvolveram-se durante a vigência do paradigma fordista⁸¹ de organização industrial, o atual contexto econômico apresenta-se como uma superação desse modelo, uma economia baseada no conhecimento (SCHAPIRO, 2009). Essa nova realidade, por sua vez, propõe novos desafios a serem equacionados pelo direito, na medida em que aquela não só exige um novo desenho corporativo – de “empresas emergentes, portadoras de ativos intangíveis e de estratégias corporativas voltadas para as inovações de produto e de processo” – como também envolve novas características de negócio – alto risco, longo prazo de maturação de investimentos e ausência de garantias habitualmente utilizadas em operações financeiras (SCHAPIRO, 2009, pp.160).

No entanto, Schapiro (2009) parte da premissa de que as alternativas a serem oferecidas pelo direito encontram-se vinculadas à trajetória jurídico-institucional de cada regime econômico, o que conforma o funcionamento de seus respectivos sistemas financeiros. Especificamente, Schapiro (2009) examina a hipótese de bancos públicos, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) constituírem uma dessas alternativas institucionais. Para tanto, fundamenta-se no ponto vista de Bebchuk e Roe (2004), para quem uma vez estabelecido um determinado arranjo, como o modelo de financiamento público, entram em cena a resistência de grupos beneficiados por esse mesmo arranjo como meio de preservação do regime estabelecido. Isso explicaria, por exemplo, o fato de, apesar da privatização de diversos bancos públicos estaduais na década de 1990, o BNDES ainda se manter como um crescente agente de financiamento público (SCHAPIRO, 2009).

⁸¹ Schapiro (2009, pp; 106) define fordismo como a expressão empregada para descrever um modelo de organização da produção industrial – um paradigma tecno-produtivo – com as seguintes características: (i) uma técnica produtiva determinada, constituída pela racionalização da produção mediante segmentação do processo produtivo; (ii) um tipo específico de relação de trabalho, calcada no desmembramento das funções, sem exigências de habilidades múltiplas do empregado; (iii) um modelo de eficiência, baseado em tarefas específicas de elevação da escala de produção; (iv) um característico produto fabril, isto é, produtos finais padronizados, em série; e (v) um espectro de consumo, o consumo de massa.

Por isso, ainda que haja farta literatura que argumente as virtudes de investimentos de alto risco financiados por meio do mercado de capitais, conforme ocorre no modelo estadunidense, Schapiro (2009) sustenta que tal solução é pertencente a um contexto circunscrito, um arranjo jurídico-institucional, nem sempre encontrado em outras localidades. Concretamente, o autor defende que o contexto dos Estados Unidos, caracterizado por um pujante mercado de capitais, com investidores anônimos e pulverizados, não é encontrado no Brasil. Por isso, o uso de soluções institucionais semelhantes, como investimentos em *venture capital*⁸², teria sua replicação inviável⁸³ (SCHAPIRO, 2009).

Em contraposição, Schapiro (2009) cita Magabeira Unger (2004), para quem essa inviabilidade de replicação de arranjos institucionais opõe experimentalistas contra fetichistas. Enquanto estes se apegam a um determinado conjunto de instituições, como o mercado de capitais pulverizado, e os associa a níveis mais elevados de desenvolvimento, aqueles fazem uso do direito como “instrumento de imaginação institucional” e se abrem a novas combinações de instituições (SCHAPIRO, 2009).

Schapiro (2009, 2010) prega assim a necessidade da manufatura de um arranjo institucional próprio e adequado às necessidades locais. Trata-se da orientação sugerida por economistas, como Dani Rodrik, para quem estratégias específicas de adaptação organizacional que levem a um patamar mínimo de desenvolvimento nacional são antes condições do que resultado da adesão a padrões regulatórios internacionais (SCHAPIRO, 2010). Na mesma linha, Schapiro (2009) cita como fonte Charles Sabel, historiador econômico, que argumenta ser

⁸² Schapiro (2009, pp. 197) define o *venture capital* como uma ferramenta de investimento em empresas emergentes, de acordo com a qual o aporte de capital ocorre por meio de uma participação societária concentrada, a cargo de aplicadores especializados, que dispõem de mecanismos para acompanhar ativamente a gestão da empresa investida. Por meio desse mecanismo, busca-se reduzir os riscos resultantes da assimetria de informação entre os empreendedores e investidores, bem como as eventuais ausências de conhecimentos gerenciais das empresas nascentes.

⁸³ Pesquisa realizada nos sítios eletrônicos da Câmara dos Deputados e do Senado Federal em 8 de novembro de 2015, revela que a única proposição a tramitar no Congresso Nacional sobre *venture capital* é o Projeto de Lei Complementar nº 446 de 2014, que, segundo sua ementa, estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor. Trata-se do resultado de estudo promovido por órgão técnico-consultivo da Câmara dos Deputados, o Centro de Estudos de Debates Estratégicos (Cedes). O estudo trata de *private equity* e *venture capital*, ou ainda *capital de risco* ou *capital empreendedor*, uma forma de investimento cujo objetivo é “viabilizar ou acelerar o desenvolvimento de empresas – muitas vezes de capital fechado e que apresentam alto potencial de crescimento – mediante o efetivo envolvimento de um gestor profissional no negócio”. Na ocasião de sua apresentação oficial pelo Dep. Inocêncio Oliveira, então Presidente do Cedes, foi lançada publicação intitulada “Capital Empreendedor”, que além de veicular o texto da proposição do PLP 446/2014, expõe os resultados do estudo. Entre eles, menciona-se “a identificação de deficiências em nosso ordenamento”, como a “insuficiente proteção legal aos investidores que direcionem seus recursos a participações temporárias em empresas de capital fechado”. Para ilustrar, o PLP 446/2014 propõe como uma das soluções às “deficiências” identificadas o aprimoramento da desconsideração da personalidade jurídica, de modo a evitar que “investidores sejam responsabilizados judicialmente em montantes que ultrapassem significativamente o capital que investiram” (CAMARA DOS DEPUTADOS, 2014).

essencial ao desenvolvimento a capacidade de experimentação de arranjos, processo capaz de dar origem a soluções adequadas às particularidades de cada país.

Assim, como alternativa institucional, Schapiro (2009) defende maior atuação estatal para compensar as lacunas presentes na estrutura do mercado nacional em comparação com a de países mais desenvolvidos, o que poderia ocorrer por meio dos bancos públicos, como forma alternativa de acesso a crédito. Trata-se de recomendação oposta ao que prega a literatura *Law and Finance*, que associa a propriedade estatal no sistema bancário a menores níveis de renda per capita e sistemas financeiros menos desenvolvidos (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, 2002), ou mesmo reforço à proteção de investidores, como forma de alcance de maior mercado de capitais (LA PORTA et al, 1998, 1999; KLAPPER e LOVE, 2004).

3.2. Análise Jurídica da Política Econômica

A Análise Jurídica da Política Econômica (AJPE) nasce como alternativa de instrumento analítico para o exame das consequências jurídicas das decisões tomadas no âmbito das políticas públicas em seu aspecto econômico, em oposição a métodos formalistas de apreensão do sistema jurídico e da formatação jurídica de políticas. Parte da percepção de que as economias de mercado, embora permitam o florescimento da inovação e da riqueza geral, apresentam falhas no tocante à fruição equânime de direito fundamentais (CASTRO, 2009). Essa contradição quando oposta aos operadores do direito os coloca em dilema decisório, para o qual a cultura jurídica corrente disponibiliza técnicas de resolução incapazes, segundo Castro (2009), de conciliar, por um lado, preocupações consequencialistas de caráter econômico traduzidas em termos de eficiência e, por outro, interesses e valores não econômicos, que incluem vetores igualmente perseguidos pelo direito, como “bem” e “justiça”. A AJPE almeja preencher essa lacuna analítica do operador do direito.

Um dos pressupostos cardiais dessa abordagem é negação dos mercados como meras abstrações, que incorporam o ideal de competição perfeita entre atores racionais maximizadores de utilidade. Esses agentes do mercado realizam transações baseados em informações transmitidas por preços livremente pactuados. Tal concepção abstrata impede que a economia neoclássica desenvolva análise de instituições tendo por critério suas consequências morais e, assim, tenha acesso a um juízo de justiça. Igualmente, a abstração põe um véu sobre os distintos desenhos empíricos das economias de mercado, dificultando o exame de suas composições que incluem diferenças entre participantes, regras e influências de instituições informais, como costumes religiosos, códigos morais, burocracias etc. (CASTRO, 2010).

A AJPE afirma, em contrapartida, a existência empírica dos mercados, que são estruturados como conjuntos de práticas sociais e vínculos normativos empíricos entrecruzados, que articulam padrões de cooperação entre indivíduos e entre estes e grupos, sejam eles produtores, comercializadores ou consumidores, de bens, serviços e demais utilidades de valor econômico, tanto em âmbito local, quanto regional ou mesmo global (CASTRO, 2009).

Essa abordagem também oferece novas categorias jurídicas para a compreensão da dinâmica econômica. Os agentes do mercado são entendidos como atores econômicos identificados a partir dos direitos fundamentais que não apenas titularizam, mas principalmente fruem de modo empírico. Assim, atividades jurídicas de produção econômica e relativas à troca comercial são identificadas como direitos de produção, sempre entendidos como uma forma “propriedade comercial” (CASTRO, 2014). Contrapõem-se aos direitos de consumo, que se referem a atividades em que não há intenção de produção ou troca comercial de produtos e serviços e que consistem em práticas de consumo que podem adquirir significado não-econômico (cultural, moral, religioso etc.), podendo ser classificados como “direitos econômicos, sociais e culturais” (DESCs) (CASTRO, 2009, 2014).

Essa noção da economia como tecido de relações empíricas apresenta duas consequências práticas. Por um lado, permite ao jurista focar sua análise nos processos de construção dessas ligações de base essencialmente contratual, bem como nos diversos tipos de regras oriundas de instituições fora do mercado, como Estados, tribunais e associações profissionais, por exemplo. Castro (2007) exemplifica que as regras que estruturam mercados podem determinar o que pode ser trocado e também os procedimentos considerados válidos e legítimos para efetuar as trocas. Por outro lado, a AJPE permite a identificação de alterações das condições originais dos contratos, por meio mudanças nos preços relativos, e eventuais transmissões desses valores monetários por meio dos encadeamentos intercontratuais (CASTRO, 2007).

Nessa esteira, a política econômica também é entendida de forma peculiar pela AJPE: trata-se de um conjunto de regras e princípios emanados pelo Estado que afetam de maneira diferenciada as ações atuais e planejadas de indivíduos e grupos, com reflexos sobre a formação de suas concepções sobre o que são ou devam ser seus direitos (CASTRO, 2005, 2009, 2014). Segundo Castro (2007), parte da política econômica – entendida, no discurso econômico, como medidas monetárias e cambiais –, realiza-se por meio de contratos financeiros submetidos a distintas regulações, que ocorrem, por sua vez, mediante o devido processo legal, como na edição de novas leis que determinam cláusulas de conteúdo obrigatório (processo legislativo) e

em decisões judiciais que declarem a nulidade, ou a obrigatoriedade de determinados conteúdos contratuais.

Os modos pelos quais o Estado conforma esse conjunto de regras que constitui a política econômica podem ser agrupadas por Castro (2005) em quatro categorias de instrumentos. A primeira delas é a interação direta do Estado com grupos privados, mediante sua atuação administrativa, na produção – ou delegação dessa produção – de utilidades para consumo social, como serviços públicos. A segunda inclui a regulação direta da economia por meio da edição (i) de normas sobre os indivíduos e grupos autorizados a exercerem determinadas atividades econômicas ou mesmo de vedações ao exercício dessas mesmas atividades, bem como (ii) de conteúdos de observância obrigatória em contratos privados, tal como a exigência de salário-mínimo em contratos de trabalho. A terceira corresponde ao poder coercitivo estatal de se apropriar da riqueza privada mediante a cobrança de tributos. A última se refere à participação do Estado em mercados abertos de operações compra e venda de títulos financeiros, bem como em mercados de câmbio, na compra e venda de moedas estrangeiras (CASTRO, 2005).

Todos esses instrumentos são capazes de alterar as condições nas quais indivíduos e grupos formam suas preferências quanto à produção e ao consumo de bens e demais utilidades – influenciando assim a percepção própria do que os direitos subjetivos são (CASTRO, 2005). Essas ferramentas, entretanto, não estão sujeitas ao mesmo nível de deliberação em espaços institucionais públicos, com ampla visibilidade e representação dos interesses plurais da sociedade, deliberação essa capaz de legitimar decisões estatais por meio do consenso autônomo dos indivíduos. As intervenções diretas, como contratos de concessão administrativa, podem ser discutidas com relativa amplitude em âmbito legislativo e judicial, por exemplo. O mesmo não ocorre na definição da taxa de juros básica da economia determinada por meio da operação com títulos da dívida pública. Esse desnível pode resultar em decisões de política econômica que falham em prover a proteção jurídica não apenas de certos bens revestidos de indisponibilidade pelo direito a partir do valor simbólico, cultural e afetivo que representam para seus titulares e que não são precificáveis pela gerência econômica, como também proteção adequada à fruição dos próprios direitos de produção e de trocas comerciais (CASTRO, 2005, 2007, 2014).

Contudo, a fim de acessar os valores e interesses não precificáveis e potencialmente ignorados pelo discurso estritamente econômico, a AJPE parte de dois pressupostos. A primeira é a abertura interdisciplinar. Por meio do diálogo do Direito com outras disciplinas intelectuais, como a Economia, a Antropologia Econômica e Ciência Política, a AJPE pode ampliar as visões sobre as dimensões de impacto da economia sobre a vida social empírica. Isso permite uma

compreensão mais holística de aspectos não econômicos que tanto influenciam as preferências e a experiência social do direito por parte de seus titulares quanto são influenciados por políticas econômicas.

A segunda estratégia é a rejeição de concepções metafísicas e formalistas a respeito do próprio direito. Por um lado, nega-se a premissa jusnaturalista de direitos inerentes ao ser humano, o que lança atenção à noção de construção social do direito. Por outro, afasta-se o formalismo do positivismo jurídico, que suprime referências a conteúdos jurídicos substantivos (CASTRO, 2014).

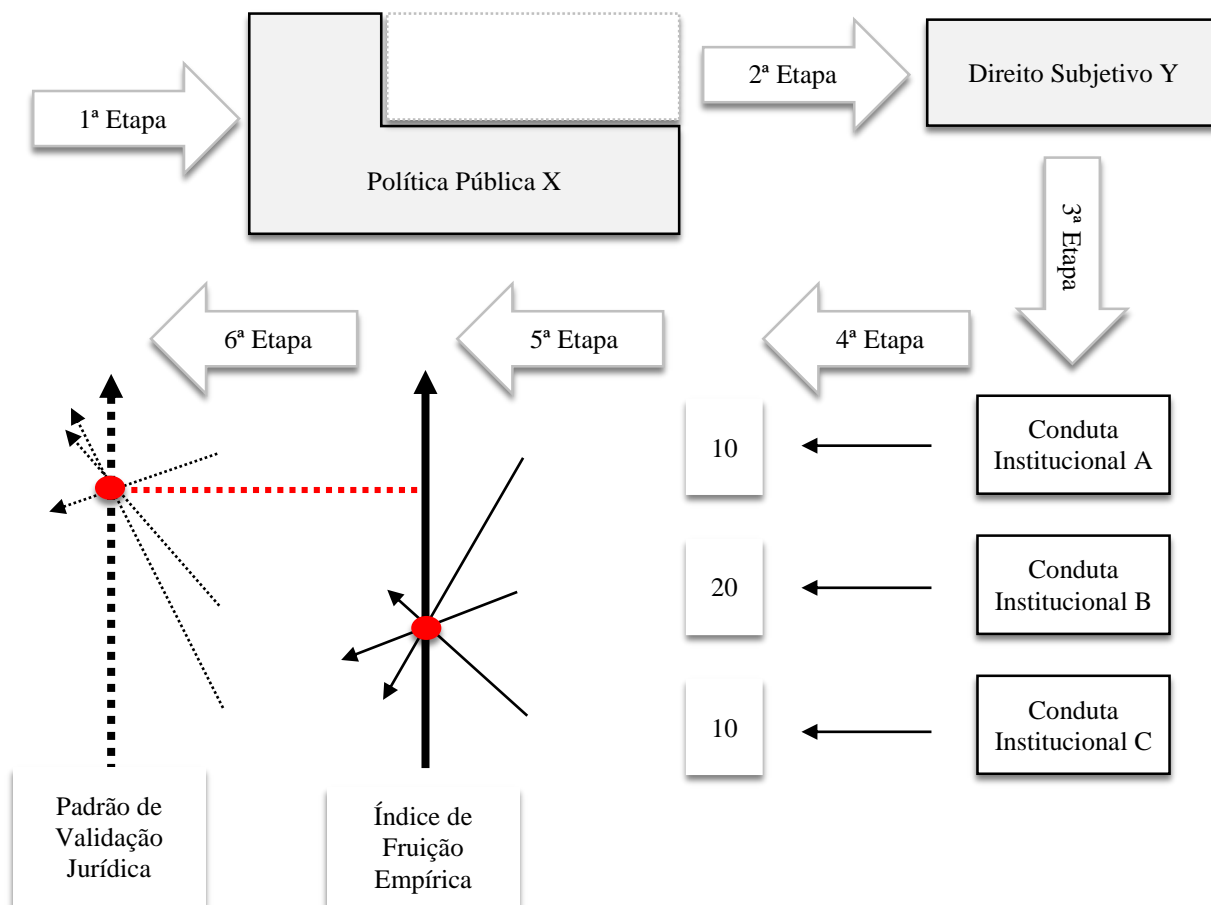
A AJPE, em vez disso, entende o direito a partir da experiência social vivida empiricamente pelo sujeito dele titular. Não se trata, no entanto, de uma abordagem teórica centrada no sujeito de direito, mas sim no feixe de relações sociais e práticas institucionais que, combinadas, definem a *fruição* do próprio direito. Visto de outro modo, esse feixe é justamente o conjunto de vínculos contratuais públicos e privados que também constituem a economia, o que Castro (2007, 2009, 2014) chama de “programas ou agregados contratuais”. A utilização dessa perspectiva permite mais que uma alternativa ao tratamento formal do sistema jurídico: visualiza o direito por meio da consideração dos pontos de vista dos demais membros da sociedade, indivíduos e grupos, cujas práticas permitem, ou não, a fruição dos direitos subjetivos.

Para isso, a AJPE faz uso de estratégias analíticas complementares como meio de acessar essas informações. A primeira delas é a “Análise Posicional”, que tenta identificar o nível de fruição empírica de um dado direito a partir da análise de padrões de conduta sociais e institucionais – concebidos pelo jurista como agregados contratuais –, bem como da formulação de um parâmetro de justa fruição. Nas palavras de Castro (2014), posição é “a intersecção de ações institucionais e sociais onde a fruição de um direito, seja ele de produção ou de consumo, adquire existência”.

Essa Análise realizada mediante etapas predeterminadas, que podem ser resumidas em seis. Na primeira, identifica-se uma política econômica ou de um componente seu, tal como uma política de crédito. Na segunda, vincula-se o objeto analisado a direitos subjetivos correlatos, como o direito ao trabalho. Na terceira, decompõem-se esses direitos em padrões de conduta institucionais necessários para o gozo do direito analisado, exercício que pode tomar como base textos legais ou ainda *surveys* junto aos titulares desses mesmos direitos acerca daquilo que consideram essencial para a fruição empírica do direito examinado. Na quarta, traduzem-se em números os elementos prestacionais da fruição dos direitos analiticamente decompostos. Na quinta, os valores verificados são agregados a fim de resultar em um índice único, o Índice

de Fruição Empírica (IFE). Na sexta, define-se um índice a partir de valores considerados justos para cada uma das condutas institucionais analisadas, dando origem ao Padrão de Validação Jurídica (PVJ). O gráfico abaixo tenta fazer uma ilustração aproximada desse procedimento:

Figura 3 – Síntese gráfica da Análise Posicional



Fonte: Elaboração própria.

A contraposição entre IFE e PVJ pode revelar ao jurista discrepâncias na fruição de um direito, bem como oferecer *insights* sobre possíveis recomendações para melhoria da experiência social, por meio de propostas de reformas de políticas públicas. Nesse sentido, Castro (2014) ressalta que o foco na fruição empírica de um direito pesquisado em um contexto social exige que tais reformas se estruturem de baixo para cima, “em direção a níveis ‘mais altos’ de referenciais normativos”. Dessa maneira, a AJPE se junta à abordagem do NDD e às críticas do arcabouço teórico dominante quanto à impropriedade de reformas jurídicas unidirecionais, “de cima para baixo”, visando ao desenvolvimento financeiro de sociedades menos desenvolvidas.

A segunda estratégia analítica é denominada de “Nova Análise Contratual” (CASTRO, 2010), ou “Análise de Portfólio” (CASTRO 2014), que faz uso dos agregados contratuais como unidade de análise com a finalidade de observar as condições de fruição de um determinado direito levando em consideração como certos conteúdos (em especial, os monetários) e sua variação decorrentes de relações intercontratuais podem afetar tal fruição. Segundo a AJPE, todos os contratos economicamente relevantes apresentam dois tipos ideais de cláusulas: as cláusulas de conteúdo real ou de utilidade; e as cláusulas de conteúdo monetário. Enquanto estas especificam obrigações traduzidas em valores pecuniários, aquelas descrevem uma utilidade da economia. Tal situação é alterada apenas para os casos de contratos financeiros, que se distinguem por conter conteúdo descrito em termos ativos monetários também nas cláusulas de utilidade (CASTRO, 2010).

Além disso, ambos os tipos de cláusulas podem veicular conteúdos de interesses privados ou públicos, estes definidos como resultado de negociações institucionalizadas, no âmbito dos processos legislativo, judicial e administrativo, que frequentemente determinam exigências mínimas obrigatórias (conforme previsto em lei, ato administrativo ou construção jurisprudencial), sem qualquer possibilidade de afastamento mediante negociação contratual privada (CASTRO, 2014). A figura abaixo ilustra essa organização de cláusulas contratuais da AJPE.

Figura 4 – Nova análise contratual

Cláusulas	Cláusula de Utilidade	Cláusula Monetária
Interesse Privado	U Bens e serviços produzidos na economia real (determinação realizada mediante negociação privada).	M Quantidade de dinheiro ou ativo financeiro transacionado (determinação realizada mediante negociação privada).
Interesse Público	U' Provisão de bens e serviços produzidos na economia real (determinação realizada mediante negociações institucionalizadas – processo legislativo, por exemplo).	M' Provisão de recursos financeiros (determinação realizada mediante negociações institucionalizadas – processo legislativo, por exemplo).

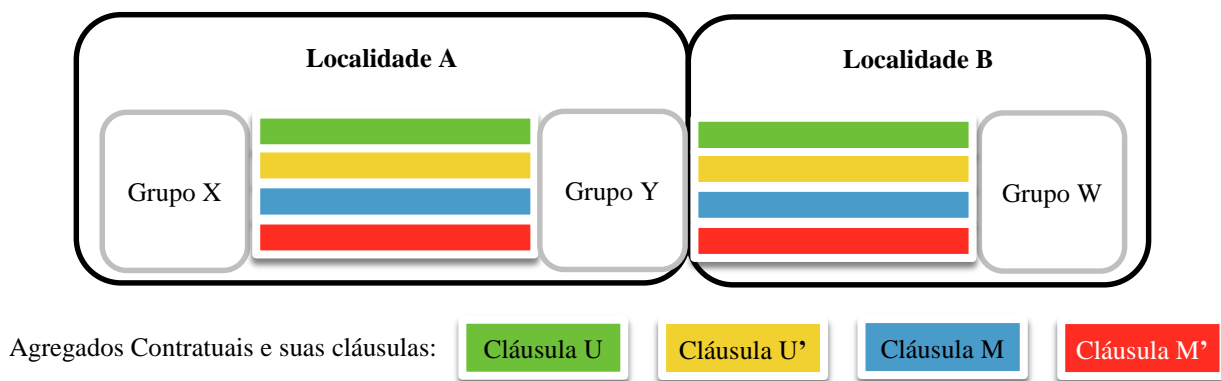
Fonte: Adaptação de Castro (2010, 2014).

Considerando que todas as economias de mercado apresentam agregados contratuais compostos de diferentes combinações desses quatro tipos de cláusulas e que as economias nacionais, segundo a AJPE, também se encontram interconectadas por esses vínculos, a segunda estratégia analítica da AJPE permite a tradução em termos jurídicos da transmissão

transnacional de impactos de condutas unilaterais dos países sobre as cláusulas de interesse público.

A figura abaixo ilustra essa dinâmica com a seguinte situação hipotética: a Localidade A – um país como os Estados Unidos, por exemplo – altera por meio de processos institucionalizados, como o processo administrativo, o conteúdo mandatório da Cláusula M', a taxa básica de juros. O agregado contratual que vincula os Grupos X e Y – que podem ser instituições financeiras e investidores, respectivamente – será afetado. No entanto, o agregado contratual entre os Grupos Y e W, ainda que pactuado sob a jurisdição da Localidade B, o Brasil, por exemplo, também será afetado pela mudança unilateral em M' promovida pelos Estados Unidos (Localidade A), pois a alteração da cláusula M' nos Estados Unidos (Localidade A) pode representar ganhos com arbitragem regulatória, o que forçaria o Grupo W, instituições financeiras brasileiras, por exemplo, a ter que realinhar as demais cláusulas de seus agregados contratuais para manter os níveis de investimentos, o que poderia significar encarecimento do crédito. Isso, por sua vez, poderia afetar a fruição de direitos fundamentais, como o consumo das famílias da Localidade B.

Figura 5 – Transmissão transnacional de alterações de política econômica



Fonte: Elaboração própria.

Nesse sentido, Castro (2014) afirma que, com a AJPE, juristas passam a contar com uma poderosa ferramenta analítica para avaliar ações unilaterais de jurisdições estrangeiras, em que estados estrangeiros intervêm de maneira qualitativamente diversa na política econômica, e, dessa forma, ocorre transmissão de impactos originados de distintas políticas monetárias. A ausência de instrumentos como a AJPE deixa essas conexões entre agregados contratuais à margem de qualquer contraposição argumentativa jurídica, relegando assuntos como “guerras cambiais”, por exemplo, à deliberação tão somente sob o âmbito da política e da economia

(CASTRO, 2014). Castro (2007) ilustra a coordenação de políticas econômicas já ocorre em âmbito informal, ainda que possa ter, como visto, amplo impacto sobre a criação e distribuição da riqueza e os padrões de consumo.

Munido com essas duas estratégias e orientado pela busca por justiça, o jurista poderia, diante de dilemas decisórios oriundos de política econômica, acessar casuística e analiticamente o momento, forma e condições em que valores e interesses não econômicos deveriam prevalecer, ou não, sobre considerações econômicas baseadas estritamente em critérios de eficiência e análises de custo/benefício (CASTRO, 2005, 2009). A AJPE pretende servir assim de instrumento capaz de orientar decisões jurídicas visando tanto à promoção da liberdade individual quanto à preservação de valores sociais. Por conferir ao jurista uma forma de acesso às desigualdades de fruição de direitos, a AJPE descarta por completo a neutralidade dos efeitos distributivos das regras jurídicas, o que a coloca em posição oposta à literatura *Law and Finance*.

3.3. Teoria Jurídica das Finanças (*Law in Finance*)

A Teoria Jurídica das Finanças (TJF) propõe maior importância da estrutura jurídica dos mercados financeiros: a realidade das finanças contemporânea, marcada pela ascensão de *funding* por meio do mecanismo de mercado, fortalece a dependência das relações econômicas em relação aos compromissos capazes de serem compulsoriamente aplicados pelo Estado. Essa dependência explicaria apenas parte da complexa interseção atual entre finanças e direito. Trata-se, na verdade, de uma relação simbiótica em que este faz parte daquelas – *law in finance* (direito nas finanças) –, ambos influenciados por uma estrutura sistêmica hierárquica de poder. A teoria jurídica das finanças funda o início de uma economia política das finanças (PISTOR, 2013a, 2013b).

Esse discurso teórico origina-se de esforço multidisciplinar de um programa de pesquisa chamado *Global Finance and Law Initiative*, com acadêmicos de diversas universidades, sob a liderança de Katharina Pistor (*Columbia University*). Após dois anos, o grupo, que inclui juristas, sociólogos, cientistas políticos e economistas, apresentou em 2013 o resultado do esforço conjunto: dez estudos de casos sobre diversos segmentos do mercado financeiro (crédito, câmbio, derivativos, dívidas soberanas etc), cujas conclusões identificaram lacunas teóricas e abordagens alternativas. O conjunto dessas análises originou indutivamente Uma Teoria Jurídica das Finanças (*A Legal Theory of Finance*) (PISTOR, 2013a). Todos os onze artigos foram publicados em edição especial do periódico *Journal of Comparative Economics*.

A teoria jurídica das finanças, de maneira geral, confronta-se com a premissa da economia neoclássica de eficiência do mercado, pedra-angular – ainda que de modo distorcido – da justificação científica de uma ideologia política contrária à regulação governamental dos mercados e tornada influente a partir da década de 1970 (SHAMOS, 2013; GILSON e KRAAKMAN, 2014). Pistor (2012) sustenta que mesmo a hipótese da eficiência relativa do mercado, que depende da premissa de que todas as informações relevantes estejam disponíveis aos participantes do mercado, é contraproducente, pois resulta na falsa noção de que mais informação aumenta a eficiência do mercado, o que desvia a busca por uma solução superior. Na verdade, o nível de informação sobre o presente e o passado não reduz a incerteza sobre o futuro (PISTOR, 2012).

A TJF adota, em contraposição, duas premissas interligadas: a incerteza fundamental do mercado e a volatilidade de sua liquidez⁸⁴. Por um lado, um futuro incerto, que apresente circunstâncias únicas, não reduzíveis a cálculo de probabilidades, impede a adequada e necessária precaução para lidar com eventual escassez de liquidez. Por outro, a inexistência de liquidez é um risco não passível de ser integralmente coberto por meio da estratégia de diversificação de investimentos, o que atinge tanto a bancos quanto a outros intermediários financeiros vulneráveis à tal falta de liquidez. Esse fato impede a ocorrência de renegociação de contratos financeiros sempre que necessário (PISTOR, 2013b).

Essa abordagem também se articula em torno de quatro percepções iniciais, ou “fatos estilizados”, que, segundo Pistor (2013b, pp. 317), devem ser entendidos como terreno para um novo mapa teórico para observação empírica das finanças. A primeira destaca que a natureza jurídica dos ativos financeiros de alta complexidade. A segunda sustenta que o direito contribui para a exacerbação da natureza também instável das finanças. A terceira afirma a existência de uma ordem pré-estabelecida do cumprimento de obrigações contratuais, o que evidencia uma hierarquia das finanças. A última desenha uma associação entre a posição ocupada dentro dessa hierarquia, polarizada entre centro e periferia, com a força vinculante das normas jurídicas crescente quanto mais distante do centro.

A construção indutiva e empírica dessa teoria possui a particularidade de acolher os mercados financeiros como unidades primárias de análise, sem existência fora de um contexto de regras, sejam elas jurídicas, ou não. A TJF não os toma, entretanto, como mera soma de entidades e agentes intermediadores financeiros, como o faz *Law and Finance* (PISTOR, 2009). Shamos (2013) observa que Pistor (2013b) arquiteta a teoria numa visão de baixo para cima,

⁸⁴ Liquidez é definida por Pistor (2013b) como a “capacidade de vender um ativo por outro ou mesmo por moeda” (pp. 316).

bottom-up, enquanto a economia neoclássica – aqui desenvolvida por meio da literatura *Law and Finance* – enxerga os mercados de cima para baixo, *top-down*. Dessa forma a ênfase da literatura *Law and Finance* recai sobre os agentes, enquanto *Law in Finance* destaca os liames jurídicos entre eles.

Pistor (2013b) observa que a natureza jurídica dos mercados emerge como rede de conexões, como um complexo de obrigações contratuais interdependentes (IOUs – *Interdependent web of contractual obligations*), categoria que inclui instrumentos financeiros emitidos tanto por agentes privados, tais como derivativos, quanto por entes públicos, tais como títulos de dívida soberana, sendo estes passíveis de serem emitidos na jurisdição estatal doméstica ou estrangeira e, ainda, em termos de moeda doméstica ou externa (PISTOR, 2013b). Aliás, por causa dessa característica de inserir dentro de uma mesma categoria analítica contratos puramente privados e aqueles que incluem nações soberanas, os mercados são concebidos como produto híbrido de regras públicas e privadas (GELPERN e GULATI, 2013).

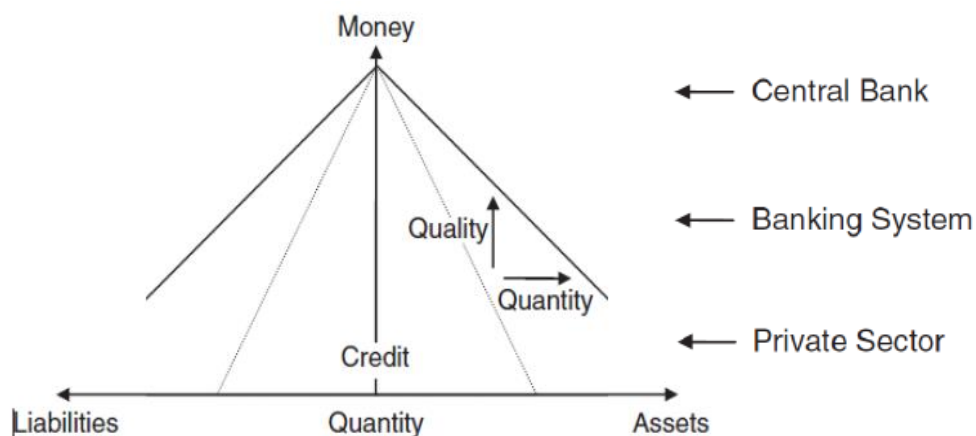
Essa abordagem seria capaz, por isso, de explicitar o escopo e a reação dos mercados, por meio de interligações e autorreferenciações contratuais. Isso ressoa pela própria conceituação de ativo financeiro, concebido, por Pistor (2013b), como contrato cujo valor depende do respeito aos compromissos nele previstos, influenciado pelo direito positivo e pela interpretação de reguladores e do Judiciário. Uma vez considerado que os mercados financeiros equivalem a estruturas jurídicas, compostas por redes de vínculos entre obrigações contratuais autorreferenciadas e pré-determinadas, seria possível prever como reações em cadeia tomariam forma (PISTOR, 2013b). Mais ainda, esses compromissos jurídicos poderiam complicar ainda mais renegociações necessárias para saída de uma crise financeira, por exemplo.

Um sistema financeiro hierárquico e dinâmico também faz parte das percepções iniciais dessa abordagem. Mehrling (2012) afirma que os diversos instrumentos financeiros, como moeda nacional, moedas estrangeiras, ouro, títulos do Tesouro, são diferentes não apenas quantitativamente, mas também qualitativamente. Sustenta também que a posição hierárquica entre eles reflete a diferente hierarquia entre os órgãos, os entes e as instituições financeiras que os emitem. A posição na estrutura hierárquica, segundo Mehrling (2012), depende do acesso dessas mesmas instituições a recursos monetários. Nesse sentido, soberanias seriam as instituições com maiores recursos, pois são, em última instância, as que possuem tanto controle sobre suas respectivas moedas e quanto maior parte de suas dívidas em termos de moeda

doméstica⁸⁵ – o que estaria ligado à capacidade de socialização de dívidas de suas soberanias (MEHRLING, 2013). Assim, títulos do governo negociados pelo Tesouro seriam hierarquicamente superiores a títulos emitidos por entidades bancárias, os quais seriam superiores àqueles emitidos por empresas, por exemplo (MEHRLING, 2012).

A dinamicidade do sistema financeiro tal como concebido por Mehling (2012a, 2012b) também é ponto cardeal da teoria da jurídica das finanças. O sistema financeiro é pensado como uma estrutura em constante movimento, ora de expansão, ora de contração, cujo ápice, em âmbito nacional, é ocupado pela instituição com maior capacidade de refinanciar suas próprias dívidas – no caso, uma soberania representada pelo seu próprio banco central –, ou seja, com menor risco de *default*, enquanto o lado oposto fosse composto pelo setor privado. Em seu movimento de expansão, há aumento quantitativo do crédito e as diferenças qualitativas entre os ativos são irrelevantes. Já no movimento de redução, acentuam-se as distintas hierarquias qualitativas de ativos, ocorre execução de dívidas e contração creditícia. Essa oscilação entre um movimento e outro encontraria contrapartida nos ciclos dos negócios, entre a prevalência da visão keynesianista em um polo e da visão monetarista da economia em outro (MEHRLING, 2012). A figura abaixo ilustra a dinâmica do sistema monetário:

Figura 6 – Dinâmica de expansão e contração do sistema monetário



Fonte: Adaptado de Mehrling (2012b).

A noção de hierarquia no sistema financeiro vai além das fronteiras nacionais. Mehling (2012a) destaca que, em tempos de crise financeira, em que a hierarquia qualitativa dos ativos

⁸⁵ Pistor (2013b) e Mehrling (2013) destacam que são observadas discrepâncias quanto à percepção da capacidade de cada país de refinanciar a sua própria dívida. Nesse sentido, Mehrling (2012) observa que o mercado de câmbio é um indicador de que também há hierarquia quanto aos recursos disponíveis para cada soberania, com ampla vantagem aos Estados Unidos, visto que o dólar se transformou em moeda internacional.

se sobressalta, investidores mudam seu portfólio de investimentos, livrando-se inicialmente daqueles ativos de menor qualidade. Nesse sentido, os melhores ativos serão emitidos por soberanias com grandes recursos e capacidade de refinanciamento de suas próprias dívidas, o que, por sua vez, depende de haver (i) controle sobre sua moeda e (ii) a emissão da maioria de suas dívidas nessa mesma moeda. Partindo desses critérios, a distribuição do poder financeiro entre as soberanias é desigual (MEHLING, 2012a; PISTOR, 2013b). Para ilustrar, Mehling (2012a) cita tanto a Irlanda, que não conseguiu se refinarciar usando sua própria moeda, pois houve questionamento da sua capacidade de pagamento, quanto o uso do dólar como moeda internacional e aumento de sua demanda em tempos de crise.

A existência de hierarquia entre ativos financeiros levanta a questão acerca dos seus impactos sobre a efetividade das regras jurídicas. Pistor (2013b) sustenta que o comportamento dos participantes dos mercados financeiros revela a aplicação diferenciada de regras contratuais e regulatórias ao longo desse sistema hierárquico, principalmente em épocas de crise. Isso seria oposto à aplicação jurídica uniforme do *rule of law*. Pistor (2013b) concebe essa aplicação diferenciada do direito mediante o conceito de elasticidade, definido como “a probabilidade de um compromisso jurídico ser afrouxado ou suspenso no futuro”⁸⁶, assim, quanto maior a chance de divergência entre o previsto e aquilo que efetivamente foi realizado no futuro, maior a elasticidade do direito. Enquanto o direito tende a ser mais elástico no ápice do sistema financeiro, onde se encontram entidades e instituições consideradas fundamentais para a sobrevivência estrutural, o direito tende a ser inelástico na periferia, onde as regras jurídicas são aplicadas integralmente, resultando em saídas involuntárias do sistema (PISTOR, 2013b).

A aplicação do conceito de elasticidade do direito somada à concepção de um sistema monetário hierárquico permite a visualização da existência de hierarquias dentro das próprias classes hierárquicas. Por exemplo, Rona-Tas e Guseva (2013) mostram que empréstimos imobiliários realizados por consumidores do leste europeu em moeda estrangeira tornaram-se mais custosos à medida que, com o surgimento da crise financeira de 2008, houve apreciação dessas moedas, como o franco suíço, e os bancos, diante da contração do crédito, viam-se impedidos de refinarciar dívidas e passaram a executar tais hipotecas, com perdas significativas por causa da queda do preço nos imóveis. Esse processo acabou se alastrando, no caso da Hungria, para outros setores da economia real, como o de telefonia, em que empresas encontravam mais dificuldades de receber seus pagamentos (RONA-TAS e GUSEVA, 2013). A partir de ilustrações como essa, Pistor (2013b) sustenta que a periferia de localidades

⁸⁶ Tradução livre de “*probability that ex ante legal commitments will be relaxed or suspended in the future*” (PISTOR, 2013b, pp. 320).

periféricas do sistema financeiro carrega, no caso do mercado imobiliário, não apenas o risco de crédito do empréstimo, mas também o risco da própria moeda.

Entretanto, a posição ocupada na hierarquia do sistema financeiro resulta de circunstâncias históricas. Pistor (2013b) cita como exemplo o sucesso em guerras no caso dos Estados Unidos, além de destacar que o fortalecimento dessa posição superior a partir do controle direto das regras aplicáveis às finanças globais e indireto por meio dos intermediários financeiros domésticos com atuação transnacional.

A Teoria Jurídica das finanças constrói sobre essas quatro premissas uma visão de como as finanças contemporâneas operam tanto nos momentos de expansão quanto nos de contração monetária (PISTOR, 2013b). Seu desenho se fundamenta em outras quatro proposições. A primeira destaca que os mercados financeiros são sistemas de regras vinculantes, não necessariamente jurídicas. Rejeita-se assim a ideia de mercados "fora" das regras, pois mesmos aqueles que afastam as regras jurídicas também são constituídos por regras vinculantes, só que construídas por meio da delegação da produção normativa ao setor privado (HODGSON, 2013). Além disso, a TJF estipula que a migração de um modelo de finanças baseado relações pessoais para outro organizado por meio do mecanismo de mercado acarreta maior dependência por parte do sistema financeiro em relação à capacidade de *enforcement* dos sistemas jurídicos (GILPERN e GULATI, 2013; PISTOR, 2013b).

A segunda evidencia a natureza necessariamente híbrida, pública e privada, dos mercados financeiros, como consequência da dependência, em última instância, da atuação do Estado Soberano como guardião da sobrevivência do sistema. Esse hibridismo essencial parte da premissa de que entidades não estatais apresentam recursos limitados por definição, por isso, ainda que haja moeda ou ativos financeiros em circulação não lastreados por uma soberania, o garantidor desse ativo somente se conservará como tal até que sua própria sobrevivência esteja em jogo (PISTOR, 2013b). Ademais, esse ativo não lastreado por uma soberania tende a ser abandonado em tempos de crise e consequente busca por ativos de menor risco garantidos por soberanias com capacidade de refinanciamento das próprias dívidas (MEHRLING, 2013).

A terceira consiste na sugestão de um relacionamento paradoxal entre direito e finanças (Pistor, 2013b). O mercado financeiro contemporâneo apresenta dinâmica que busca aumento de retornos e diluição de riscos por meio da diversificação de investimentos que, pelo nível atual de interdependência financeira, não é capaz de reduzir a fragilidade dos antes diante crises sistêmicas. Isto, por sua vez, prejudica o cumprimento de estipulações jurídicas (PISTOR, 2012, 2013b). Dessa maneira, tem-se que o direito empresta credibilidade ao sistema, ao conferir maior confiança aos investidores no cumprimento de contratos. Em tempos de crise, entretanto,

o *enforcement* integral do direito resultaria na destruição do sistema financeiro, muito embora a suspensão de normas previamente estipuladas mitigue a credibilidade do sistema (PISTOR, 2013b).

A quarta associa a elasticidade do direito à economia política das finanças. Diante da existência de tratamentos jurídicos distintos a partir da posição hierárquica ocupada por indivíduos e grupos no sistema financeiro, ganha atenção a discricionariedade da tomada de decisão estatal sobre quem deve ser excepcionado da efetividade geral do direito. Aliás, Pistor (2013b) utiliza essa relação diferencial para com o direito como a própria definição de poder. Dessa forma, aliada à premissa de que o ápice da hierarquia no sistema financeiro é ocupado pelas soberanias com mais acesso a recursos, Pistor (2013b) sustenta que terão maior poder as soberanias com controle de sua moeda e de sua própria dívida. Nesse sentido, Mehling (2012) cita que medidas de estabilização econômica, por exemplo, dependeriam da política, em âmbito global, determinada pelos cinco maiores bancos centrais, o FED, dos Estados Unidos, o ECB, da União Europeia, o Banco da Inglaterra, do Reino Unido, o SNB, da Suíça, e o Nippon Ginko, do Japão.

A figura abaixo organiza as evidências empíricas que fundamentaram as quatro formulações da TJF.

Figura 7 – Evidências empíricas da Teoria Jurídica das Finanças

Evidências Empíricas		Formulações Teóricas
O surgimento de novos ativos financeiros de alta complexidade, como derivativos, embora regulado por normas privadas, apresenta limites, o que foi observado na crise de 2008. Esses limites pressionam o acolhimento jurídico dessas novas formas contratuais em todas as jurisdições. (CARRUTHERS, 2013, PISTOR, 2013a, 2013b)	⇒	Mercados financeiros equivalem a sistemas de regras vinculantes.
Crises evidenciam a existência de preferências quanto a ativos financeiros, com base na instituição que os garante. Os bancos centrais dos países afetados pela crise atuaram como guardiães da sobrevivência do sistema financeiro, ainda que a crise tenha se originado no setor privado. (MEHRLING, 2013, PISTOR, 2013a, 2013b)	⇒	Mercados financeiros são necessariamente públicos e privados.
A complexidade dos ativos financeiros exige tutela jurídica. Em tempos de crise, entretanto, a aplicação integral do direito representou risco à sobrevivência do sistema financeiro. (PISTOR, 2013a, 2013b)	⇒	Direito e Finanças se relacionam de maneira paradoxal.
A posição ocupada por uma entidade dentro da hierarquia do sistema financeiro determina a força com que o direito será aplicado no futuro, com mudança das circunstâncias. Países com mais acessos a recursos, controle de sua moeda e suas dívidas, possuem maior discricionariedade política. (RONA-TAS e GUSEVA, 2013, PISTOR, 2013a, 2013b)	⇒	Onde o direito é elástico, o poder se torna proeminente.

Fonte: Elaboração própria.

A Teoria Jurídica das Finanças, como abordagem preditiva, arrisca-se ainda a estipular futuras etapas do desenvolvimento de mercados financeiros. Primeiro, apesar de a expansão do sistema financeiro ser mutuamente benéfica a países centrais, por meio do aumento dos retornos, e a países periféricos, com redução do custo de crédito, as consequências de crises financeiras são desigualmente distribuídas, com aplicação integral do direito apenas sobre a periferia do sistema (PISTOR, 2013b).

Segundo, como em tumultos financeiros a sobrevivência do sistema depende de decisões tomadas por aqueles que ocupam posição central, os participantes dos mercados financeiros buscarão se colocar perto do grupo responsável pela tomada de decisões cruciais à sobrevivência do sistema, seja em âmbito global, seja em nível doméstico (PISTOR, 2013b). Essa hipótese mostra-se preocupante na medida em que as recentes alterações regulatórias promovidas pelos Estados Unidos, com a edição da Lei Dodd-Frank, representaram a migração de um modelo pautado por agências administrativas autônomas para outro com maior participação política, o que pode aumentar a influência do *lobby* das instituições financeiras e demais participantes dos mercados financeiros, reconhecidamente grupos de interesse com grande capacidade de mobilização de recursos (GADINIS, 2013; GERDING, 2013).

Terceiro, a TJF prevê que essa proximidade de participantes dos mercados financeiros em relação ao centro do sistema financeiro aumentará o número de grupos considerados importantes à sobrevivência do sistema, e consequentemente o nível de recursos a serem eventualmente mobilizados para sua estabilização em um momento pós-crise. Ainda assim, em última instância, a TJF prevê que será a política do país ocupante do ápice do sistema global que determinará o futuro do sistema (PISTOR, 2013b).

4. ALGUMAS AVALIAÇÕES

Teorias que tentam explicar como instituições jurídicas se relacionam com a economia, em geral, e com o desenvolvimento financeiro, em particular, importam para o mundo real. Enquanto circunscritas ao meio acadêmico, teorias fornecem subsídios à compreensão do mundo, mas, quando entram na realidade política, a teoria é inevitavelmente modificada por atores políticos para servir a objetivos políticos (GILSON e KRAAKMAM, 2014). No entanto, se na academia as limitações teóricas encontram terreno fértil para o aprofundamento de estudos, e as contradições encontradas são fundamentais para o progresso na ciência (KUHN, 1996), isso não acontece quando teorias são utilizadas como justificção para o discurso político e política regulatória.

Abordagens teóricas que envolvem o direito fazem surgir questões éticas específicas: reformas jurídicas podem ser a causa de sérios danos, pois, quando o direito falha, pessoas podem perder empregos e poupanças e, o pior, a fé na sociedade e a esperança no futuro (MICHAELS, 2009a). A apropriação política de teorias acadêmicas parece isolar a tomada de posição política em cima de uma torre de cientificidade, que não apenas desqualifica discursos a ela contrários, como também reduz o direito, em sociedades democráticas, de construção social a mera adoção progressiva de regras formais (PISTOR, 2009; KREVER, 2013).

Law and Finance, abordagem tratada na segunda seção e que ocupa posição dominante na produção acadêmica do tema objeto deste estudo, parece em alguma medida representar exemplo de mutação imprópria de teoria explicativa em teoria normativa. Em se tratando do debate acadêmico, essa perspectiva teórica mostrou-se influente, em grande parte, por representar um ponto de inflexão na pesquisa empírica no estudo das finanças, da economia comparada e do direito comparado (SPAMANN, 2008; MICHAELS, 2009a), seja dos pontos de vista geográfico, temático e metodológico, seja pelo impacto sobre a produção científica dele decorrente.

Essa abordagem, por exemplo, sistematizou dados inexistentes anteriormente. As pesquisas empíricas comparadas até então envolviam descrições extensas e, por isso, restritas a pequeno número de países (KAPLAN e ZINGALES, 2014). A literatura *Law and Finance* envolveu identificação e análises microeconômicas de escopo sem precedentes, com resultados, na maioria das vezes, decifrados em linguagem acessível, robusta e objetiva, não dependendo de modelagens econométricas (DAM, 2006; KAPLAN e ZINGALES, 2014). Além disso, combinou pensamentos multidisciplinares, da teoria das finanças corporativas, da economia institucional e da história jurídica e econômica (GLAESER e SHLEIFER, 2002; GRAFF, 2008).

Essa literatura foi responsável pelo aumento significativo de pesquisa acerca do papel de instituições jurídicas sobre o desenvolvimento econômico, bem como acerca da governança corporativa, com ênfase na proteção do investidor (DAM, 2006). Inaugurou uma concepção das empresas de capital aberto como um contínuo conflito entre investidores e acionistas controladores, cujo equilíbrio é determinado por variáveis jurídicas (COFFEE, 2001; LA PORTA et al., 2008), e contribuiu também para a consolidação de dois novos campos de pesquisa, direito e finanças e a nova economia comparada (MICHAELS, 2009).

Utilizada, entretanto, como fundamento para recomendações jurídicas de organizações internacionais, cujo renome inspira credibilidade geral, como o Banco Mundial, a literatura da abordagem *Law and Finance* abandonou o caráter acadêmico controverso e instigante ao aprofundamento de pesquisas: ganhou *status* de verdade, de remédio jurídico para mazelas estruturais, por meio de projetos como o *Doing Business*⁸⁷. Aliás, a relação entre essa instituição e autores tipicamente associados com essa literatura, como Simeon Djankov (ex-economista-chefe da instituição) (MILHAUPT e PISTOR, 2008), revela simbiose questionável do ponto de vista da sociologia da ciência. As pesquisas quantitativas de *Law and Finance*, grandiosas em seu escopo, contaram não apenas com os recursos do Banco Mundial, mas também com seu prestígio no cenário internacional para sua publicidade. Além disso, as primeiras conclusões desse arcabouço dominante já coincidiram com as posições então adotadas pelo Banco Mundial desde meados da década de 1990.

Paralelamente à apropriação política de teorias acadêmicas, este estudo verificou que, diversamente do que citado por vezes em trabalhos do gênero, a literatura *Law and Finance* não se apresenta de maneira monolítica. De acordo com a revisão bibliográfica realizada, identificaram-se dois estudos que podem ser apontados como os polos dessa perspectiva teórica: de um lado, o estudo inicial, de La Porta et al. (1997, 1998) e, de outro lado, a consolidação mais recente, de La Porta et al. (2008), versão mais sofisticada identificada expressamente como teoria sobre as origens. As conclusões mais antigas apontaram para certa superioridade da tradição jurídica da *common law* sobre a tradição do direito continental europeu em relação ao desenvolvimento financeiro e desempenho econômico, tese fundamentada na ideia de transplantes legais a partir de tradições jurídicas inglesa e francesa. Houve, inclusive, inferência de causalidade no sentido de o *civil law* resultar em maior concentração da propriedade.

⁸⁷ Embora a metodologia de *Law and Finance* tenha influenciado o *Doing Business World Bank Report*, o estudo mais relevante ao desenho desse Projeto foi desenvolvido pelo economista Hernando de Soto, que analisou o processo de formalização de negócios e seus impedimentos no Peru (WORLD BANK, 2015). Ver Seção 2.2.3.

Já as conclusões mais recentes consolidadas em La Porta et al. (2008) descartam qualquer superioridade absoluta dessas duas tradições, preferindo superioridades relativas a partir das circunstâncias sociais e econômicas – *common law* oferece melhor defesa contra o abuso estatal e soluções mais adaptativas a mudanças do mercado, enquanto *civil law* teria suas virtudes no que se refere à implementação de políticas públicas e controle de desordem no setor privado.

Apesar de a teoria sobre as origens acolher preocupações que vão além do direito formal, isto é, com a efetividade das normas jurídicas, subestimam-se a multifuncionalidade das regras e princípios do direito, bem como o papel desempenhado pelos substitutos informais e valores que informam as normas jurídicas. Trata-se da defesa implícita de um modelo que remete a Max Weber, o qual enxergou o direito como um sistema normativo racional prévio à atividade econômica. Pistor (2009) identificou em *Law and Finance* a interpretação do direito como uma infraestrutura estática que, uma vez estabelecida, não interage com fatores sociais, econômico e políticos. Dessa forma, a literatura sobre as origens concebe a relação entre instituições jurídicas e desenvolvimento financeiro como um gráfico linear ascendente, em que mais regras em conformidade com um dado receituário prévio estaria associado com maior robustez dos mercados financeiros e melhor desempenho econômico.

Contudo, a explicação dada por essa abordagem teórica sobre o fator determinante das variações de proteções jurídicas a investidores – a tradição jurídica acolhida pelos países – contradiz a própria concepção de direito imune às mudanças sociais a ele subjacentes. Segundo Glaeser e Shleifer (2002) as duas origens das variações entre o *common law* e o *civil law* francês remetem ao contexto político-social: a concentração e a descentralização do poder ocorridas, respectivamente, na França e na Inglaterra, da Idade Média, bem como as revoluções liberais, gloriosa e francesa, ocorridas nos séculos XVII e XVIII. Ora, em ambas as explicações, o contexto político-social surgiu como determinante das normas jurídicas então acolhidas. Na revisão bibliográfica realizada, a literatura sobre as origens não provê fundamentação sobre as razões pelas quais esse mesmo contexto não produziria mais inflexões sobre o sistema jurídico.

Apesar dessas contradições, *Law and Finance* foi responsável por sedimentar a ideia de que instituições jurídicas são relevantes ao processo de desenvolvimento econômico (MICHAELS, 2009a). Verificou-se que o diálogo interdisciplinar entre Direito e Economia motivado por essa literatura alimentou discussões sobre as virtudes e fraquezas dos métodos quantitativos e qualitativos. Por um lado, a literatura sobre as origens, assentada sobre método quantitativo, tenta traduzir a complexidade do direito em termos mais maleáveis, transparentes e simples para o público em geral. Além disso, o uso de técnicas de quantificação estatística no

estudo de instituições jurídicas permitiu ampliação do escopo de pesquisas, o que antes não fora realizado pelo direito comparado convencional. Por outro, uma abordagem qualitativa extensamente descritiva se mostrou incapaz de fazer frente às necessidades de sistematização das informações sobre a crescente integração da economia global. Ainda assim, o método qualitativo também se revelou essencial para melhorar a precisão de conceitos e clarear como diferentes normas de diferentes sistemas jurídicos podem exercer as mesmas funções, o que desfaz mal-entendidos do método quantitativo.

Como resultado, percebeu-se a complementaridade de métodos no sentido de que tanto pesquisas quantitativas, geralmente realizadas por economistas, no campo direito e finanças passaram a ter maior atenção com a funcionalidade das regras jurídicas (LA PORTA et al, 2008) quanto pesquisas qualitativas, geralmente realizadas por juristas, passaram a ter maior preocupação com a realidade empírica e a simplicidade de exposição dos resultados (ARMOUR et al, 2009; SPAMANN, 2008). De modo geral, a globalização do direito e suas cambiantes fronteiras exigem nova abordagem para novas análises (FAUVARQUE-COSSON e KERHUEL, 2009).

Este estudo traçou panorama descritivo de algumas das principais abordagens alternativas à literatura *Law and Finance* e seu receituário de transplantes legais transnacionais. Identificaram-se três linhas de visões teóricas concorrentes. A primeira se refere a estudos que se fundamentaram em codificação de leis e método quantitativo semelhante à empregada por LLSV. Esses estudos, entretanto, exploram a hipótese de as origens serem meros *proxies* de outros fatores, como cultura (LICHT, GOLDSCHMIDT e SCHARWITZ, 2007) e economia política (PAGANO e VOLPIN, 2005; ROE, 2000). Stulz e Williamson (2003), por exemplo, comparam tradições religiosas e sua posição filosófica sobre a cobrança de juros, para sustentar que a religião é um determinante mais importante quanto à proteção de credores. La Porta et al. (2008), precursores do arcabouço dominante, rebatem os estudos voltados para a cultura como fator explicativo munidos da percepção de que as origens a ela se sobrepõem, pois aproximam a definição de tradição jurídica do conceito de ideologia. Quanto aos estudos que tratam mudanças no direito aos arranjos políticos e econômicos, a réplica se funda no argumento de que a política pode determinar o momento de alterações legislativas, mas não determina o formato das soluções institucionais, essas seriam fruto do acolhimento das origens.

Foi também identificada uma segunda linha de abordagens teóricas concorrentes de *Law and Finance*, as quais encaram a teoria sobre as origens como um produto da história, pois a principal tese por ela afirmada não se sustentaria a partir de alguns fatos históricos, como a origem pragmática do Direito Romano (MALMENDIER, 2009) ou mesmo o ápice da força

econômica francesa no início do século XX (RAJAN e ZINGALES, 2003). Nessa linha, seguem estudos de Cheffins, Bank e Wells (2012), Roe (2006) e Coffee (2001) por exemplo. Verificou-se que as consequências de qualquer reforma jurídica com impacto sobre a estrutura de governança de empresas e o desenvolvimento financeiro são mediadas pelas características institucionais do sistema em que se inserem, com a possibilidade de influência de normas informais que descartam a necessidade de mudanças no direito positivo. Ou seja, o impacto de reformas depende do arranjo institucional prévio e do desenvolvimento paralelo deste ao longo do tempo. Coffee (2001), por exemplo, mostra que britânicos e estadunidenses desenvolveram formas bem distintas de governança corporativa, apesar de pertencerem à mesma tradição jurídica.

O presente estudo dedicou seção à parte para uma terceira linha de abordagens teóricas alternativas a *Law and Finance*. Sustenta-se que este grupo congrega visões que se assemelham por sua preocupação com os efeitos distributivos das regras jurídicas e que destacam a existência de assimetrias sistêmicas na efetividade de normas jurídicas, muito embora sejam visões bem distintas entre si. A primeira delas, Novo Direito e Desenvolvimento, destoa das demais quanto à sua coesão e estruturação. Na verdade, aparenta ser mais um campo de pesquisa interdisciplinar que envolve instituições econômicas, instituições jurídicas e a busca pelo desenvolvimento.

Especificamente no que se refere ao desenvolvimento financeiro e ao desempenho econômico, estudos como o de Schapiro (2011) sustentam a necessidade de construção de um desenho institucional nacionalmente adequado às circunstâncias sociais, econômicas e políticas de cada país. Aliás, essa conclusão de que transplantes legais por si só não são elementos suficientes para mudança de instituições econômicas já teria sido alcançada pela primeira versão de Direito e Desenvolvimento, por volta do início da década de 1970 (TRUBEK e GALTANTER, 1974). Além disso, esse movimento também já teria esclarecido desde então o potencial etnocentrismo e imperialismo jurídico que envolve a exportação de modelos jurídicos entre países, o que novamente ganhou força com a globalização jurídica neoliberal (SOUZA SANTOS, 2002) e mesmo projetos como o *Doing Business*.

No entanto, a inexistência de um conceito único ou mesmo dominante de desenvolvimento na literatura revisada desta abordagem teórica dificulta a união entre os pesquisadores envolvidos com essa doutrina. Prado (2010), por exemplo, sugere como desafio a ocorrência de diferentes significados para instituições que conduzem ao desenvolvimento. Cita o direito de propriedade, que pode significar instituições distintas a partir da perspectiva adotada, como a do rico ou a do pobre. Diante do surgimento de novas concepções de

desenvolvimento, como a de Jackson (2011), que descola o crescimento econômico de desenvolvimento, a ponto de sugerir que aquele possa impedir este, parece se fortalecer o temor de Prado (2010) sobre o potencial conflitivo existente dentro da própria doutrina Novo Direito e Desenvolvimento. Trubek (2012) aponta para a necessidade de os estudiosos da área abrirem os olhos a esses potenciais conflitos políticos que podem surgir da visão normativa inerente à doutrina.

A segunda, a Análise Jurídica da Política Econômica, apresenta maior coesão de suas proposições. Dois pontos da AJPE parecem operar certa revolução no pensamento jurídico dominante. O primeiro deles se refere ao abandono de categorias formais para tratamento do direito. Este passa ser concebido menos como um ente metafísico, autônomo de outras instituições sociais ou jurídicas e obediente a um critério binário de existência ou não. Passa-se à concepção do direito subjetivo como um gradiente de fruição, centrado no titular do direito e inerentemente interligado a outras instituições sociais e jurídicas. Sob esse novo prisma, o critério binário de codificação de leis em índices, basilar ao método empregado por *Law and finance*, é percebido como vulnerável a distorções, com reduzida capacidade de acessar a real fruição de direitos de credores e acionistas, por exemplo.

Para o desenvolvimento financeiro em perspectiva global, parece importar mais o segundo ponto-chave da AJPE: o seu propósito instrumental para identificação de como ocorrem as transmissões de alterações contratuais iniciadas por decisões negociadas institucionalmente (processos judicial, administrativo-regulatório e legislativo). Por meio dessa visão teórica, o jurista passa a ter um instrumento analítico capaz de visualizar o impacto sistêmico de decisões unilaterais que alteram os conteúdos dos agregados contratuais que constituem a economia. Essa abordagem permite que isso ocorra ao reduzir o conteúdo contratual a quatro categorias de cláusulas, subdividas, de maneira geral, em público/privado e em monetário/real. A partir disso, torna-se possível a identificação do peso relativo de cláusulas que afetam transversalmente todo um agregado contratual, como taxa de câmbio, taxa de juros básica, tributos e conteúdos obrigatórios mínimos, como pagamento de dividendos compulsórios.

Contudo, o fato de a AJPE focalizar em pesquisa empírica como forma de acessar aos efeitos distributivos das normas jurídicas reduz a capacidade dessa abordagem de traçar um desenho macro a nível nacional e global sobre o desenvolvimento financeiro sem que antes haja produção acadêmica sobre o assunto. Mesmo assim, essa visão é capaz de lançar relevantes *insights* acerca dos caminhos jurídicos de distribuição de benefícios e custos resultantes de decisões estatais sobre questões hoje dominadas apenas pelo discurso econômico.

A desvantagem de ser recente e, por isso, ainda contar com reduzida produção acadêmica também pode ser atribuída à terceira abordagem alternativa tratada na Seção 3.3, a Teoria Jurídica das Finanças (TJF). Apesar de ser teoria formulada de maneira indutiva, a partir de evidências empíricas, suas proposições em sua versão final ainda não foram plenamente testadas. Mesmo assim, a TJF oferece *insights* sobre estrutura desigual do sistema financeiro. Essas novas concepções desafiam o arcabouço teórico dominante ao abandonar a ênfase em atitudes individuais dos países e desenhar a interação estrutural entre Política, Direito e Economia, em níveis doméstico e global, como um contínuo processo em que essas esferas se influenciam mutuamente.

Muito embora ainda exista controvérsia sobre a relevância do papel do direito no desenvolvimento financeiro, parece estar sedimentada a certeza da interação entre instituições jurídicas e instituições econômicas. O diálogo interdisciplinar mostrou-se proveitoso a ambas, tomados como exemplo os avanços na ampliação do escopo de pesquisa em direito comparado (DEAKIN e SIEMS, 2009) e a correção conceitual e funcional de pesquisas em economia comparada (SPAMANN, 2008). Contudo, este estudo verificou haver reação ainda discreta por parte dos juristas contra considerações estritamente econômicas não apenas positivas, sobre como funciona o direito, mas também normativas, sobre como ele deve funcionar. E o que mais surpreende é que o silêncio dos estudiosos do direito tem o custo de manter o domínio do discurso puramente econômico e a degradação de objetos tutelados por normas jurídicas.

Diante dessa situação, o jurista, detentor de dupla função para com a sociedade - tanto de mantenedor da ordem e defesa de direitos já assegurados quanto de transformador dessa mesma ordem social imbuído pelo senso de justiça (CASTRO, 2012) – assiste passivo ao duplo domínio do discurso econômico. De um lado, alterações jurídicas que se fundamentam estritamente no critério de otimização econômica deterioram avanços já alcançados na fruição de direitos. De outro, o discurso econômico parece monopolizar discussões políticas sobre mudanças no próprio direito. Nesse sentido, Fauvarque-Cosson e Kerhuel (2009) advertem que juristas deveriam tomar os economistas como exemplo de como melhorar a relevância de seus estudos e a influência de suas pesquisas sobre a opinião pública.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta monografia foi escrita com o objetivo de traçar um panorama contemporâneo das principais visões teóricas que explicam como instituições jurídicas interagem com instituições econômicas, em geral, e o desenvolvimento financeiro, em particular. De maneira secundária, buscou-se identificar o papel reservado ao jurista por cada um desses discursos teóricos, bem como eventuais lacunas a serem preenchidas por pesquisas na área. Fundamentada na crescente importância das finanças para desenvolvimento e para a fruição de direitos, a investigação realizada tomou como marco inicial o estudo de Pistor (2012) sobre a visão teórica dominante acerca da regulação do sistema financeiro, constante na literatura que ficou conhecida genericamente como *Law and Finance*.

Esse arcabouço teórico predominante (*Law and Finance*) foi descrito em três momentos. O primeiro deles dedicou-se às origens desse discurso, a partir das premissas por ele adotadas. Verificou-se um vínculo tanto com a visão contratualista da empresa, o que remete a Coase (1937, 1960), quanto com a teoria da estrutura de propriedade da empresa, de Jensen e Meckling (1976), da qual a literatura *Law and Finance* empresta a preocupação com custos de agência (ver Seção 2). Embora essa dupla herança esteja associada também a uma outra abordagem teórica, *Law and Economics*, *Law and Finance* dela se afasta ao enfatizar que diferenças entre tradições jurídicas e entre o funcionamento de órgãos judiciais nos diversos países do mundo teriam influência central sobre a governança corporativa e sobre o desenvolvimento financeiro (LA PORTA et al., 2000a).

Em um segundo momento, foram descritas e analisadas as quatro proposições que sustentam a teorias sobre as origens (LA PORTA et al., 2008), forma sofisticada que congregou as principais conclusões alcançadas ao longo de dez anos de pesquisas acadêmicas na área, de 1998 a 2008. A afirmação de que o direito pode ser quantificado ampliou o escopo de pesquisas comparadas sobre instituições jurídicas, mas foi criticada por prover um quadro incompleto do direito (ver Seção 2.1.1.). Por meio de correlações estatísticas consideradas robustas, a literatura sobre as origens associa variações de instituições jurídicas com tradições jurídicas seguidas por cada país, como *common law* e *civil law*, muito embora tal categorização não seja definitiva, fixa ou universal (MALMENDIER, 2009; PARGENDLER, 2012a). Os resultados de pesquisas sob esse marco teórico apontaram também para comportamentos estatais distintos a partir da tradição jurídica adotada – sustentam que, diante de problemas sociais, países de *common law* reforçam instituições jurídicas pró-mercado, enquanto países de *civil law* francês reforçam a atuação estatal (DJANKOV et al., 2003a). Por fim, a teoria sobre as origens defende haver

impacto do direito sobre o desempenho econômico, ainda que cada tradição jurídica possua, em diferentes circunstâncias, virtudes particulares (LA PORTA et al., 2008).

Em um terceiro momento, tratou-se das três interpretações possíveis acerca da teoria sobre as origens, conforme mencionado por Kevin Davis⁸⁸. Como teoria explicativa, as proposições de *Law and Finance* pretendem associar o desenvolvimento financeiro a atual à influência das origens. Enfrentam, contudo, três tipos de concorrência: (i) de teorias que enxergam as origens como meros proxies de outros fatores, como passado colonial (ACEMOGLU, JOHNSON e ROBINSON, 2001); (ii) de estudos que destacam acontecimentos históricos contrários aos fundamentos da literatura sobre as origens, como o pequeno crescimento no mercado de capitais estadunidense mesmo após o aumento de proteções legais a investidores, no período entre 1930-1970 (ver Seção 2.2.1.); e (iii) de teorias que identificam a economia política e instituições sociais informais como fatores primordiais para entendimento de alterações jurídicas (ver Seção 2.2.1.). Como teoria preditiva, a literatura sobre as origens antecipa quais os tipos de soluções serão desenhados pelos Estados a partir da tradição jurídica por eles acolhidas, muito embora a crise financeira de 2008, por exemplo, pareça ter representado um ponto de inflexão no sentido de haver mais convergência entre os remédios adotados contra a crise, por parte de autoridades no âmbito de distintas tradições (ver Seção 2.2.2.). Como teoria normativa, a teoria sobre as origens sustenta que países que almejam desenvolvimento financeiro devem acolher instituições jurídicas típicas do *common law*. Nela se escoram projetos de organismos internacionais, como o *Doing Business*, do Banco Mundial, que recomenda reformas jurídicas baseadas em teses advindas da literatura *Law and Finance*.

A terceira seção desta monografia descreveu três abordagens teóricas de cunho holístico, que contrastam com os pressupostos e prescrições pertencentes à literatura *Law and Finance*. O Novo Direito e Desenvolvimento é apresentado como uma doutrina ou um campo de estudos (ver Seção 3.1.), que, embora abrigue diversidade de visões sobre o desenvolvimento, congrega autores que parecem compartilhar a consciência sobre as interações entre instituições jurídicas e instituições econômicas, visando um modelo de políticas econômicas impulsionadoras do desenvolvimento e que permaneça nacionalmente adequado às circunstâncias locais de cada país. A Análise Jurídica da Política Econômica, abordagem também coesa e estruturada, é descrita como um instrumento analítico para juristas, que pretende aliar as condições institucionais da fruição de direitos com considerações sobre a dinâmica econômica da política econômica (ver Seção 3.2.). Por fim, a Teoria Jurídica das

⁸⁸ Ver nota 62.

Finanças, assentada na premissa de instabilidade inerente ao sistema financeiro, na progressiva dependência das finanças para com o direito, bem como na existência de um sistema monetário hierárquico com ramificações da economia global para as nacionais, vincula todas as instituições financeiras a uma mesma estrutura em que o poder é assimetricamente distribuído conforme a possibilidade de suspensão ou relaxamento futuros de compromissos jurídicos (ver Seção 3.3.).

Com a apresentação das discussões ao longo das seções acima, e sua avaliação (ver Seção 4), o trabalho procurou contribuir para esclarecer os termos do debate contemporâneos sobre aspectos jurídicos relevantes acerca da regulação de mercados financeiros.

6. REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, Daron, JOHNSON, Simon e ROBINSON, James. *The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation*. American Economic Review, 91, pp. 1369-1401, 2001.
- ACEMOGLU, Daron, JOHNSON, Simon e ROBINSON, James. *Reversal of fortune: Geography and institutions in the making of the modern world income distribution*. Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, pp. 1231-1294, 2002.
- AHLERING, Beth e DEAKIN, Simon. 2007. *Labor Regulation, Corporate Governance, and Legal Origin: A Case of Institutional Complementarity?* Law & Society Review, Vol. 41, No. 4, pp. 865-908, 2007.
- AKERLOF, George e SHILLER, Robert. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press, 2009.
- ANNUAL MEETING-AMERICAN SOCIETY OF INTERNATIONAL LAW. *Legal origins, doing business, and rule of law indicators: the economic evaluation of legal systems*. In: Proceedings of the Annual Meeting-American Society of International Law (ASIL, nº 105)., 2011.
- ARMOUR, John, DEAKIN, Simon, SARKAR, Prabirjit, SIEMS, Mathias e SINGH, Ajit. *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis*. Journal of Empirical Legal Studies, Vol. 6, Issue 2, pp 343–380, 2009
- BEBCHUK, Lucian e ROE, Mark. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in Gordon, J. & Roe, M. (Ed.). *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, New York, Cambridge, 2004.
- BAGEHOT, Walter. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Henry S. King, London, 1873.
- BECK, Thorsten e LEVINE, Ross. *Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter*. Journal of Financial Economic, Vol. 64, pp. 147–180, 2002.
- BECK, Thorsten e LEVINE, Ross. *Legal institutions and Financial Development. Handbook of new institutional economics and business*. Harvard Law School. 2005.
- BECK, Thorsten e LEVINE, Ross. *Legal institutions and financial development*. Handbook of New Institutional Economics. C. Menard and M.M. Shirley (eds), Dordrecht, Holanda, Springer, 2005.
- BECK, Thorsten, DEMIRGUÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. *Law and finance: why does legal origin matter*. Journal of Comparative Economics, Vol. 31, pp. 653–675, 2003.
- BECK, Thorsten, DEMIRGUÇ-KUNT, Asli e LEVINE, Ross. *Law and firms' access to finance*. American Law and Economics Review, Vol. 7, pp. 211–252, 2005.

BECK, Thorsten, DEMIRGUÇ-KUNT, A. and MAKSIMOVIE, V. *The influence of financial and legal institutions on firm size*. Journal of Banking and Finance, Vol. 30, pp. 2995–3015, 2006.

BERKOWITZ, Daniel, PISTOR, Katharina e RICHARD, Jean-François. *Economic development, legality, and the transplant effect*. European Economic Review. Vol. 47, pp. 165–195, 2003a.

BERKOWITZ, Daniel, PISTOR, Katharina e RICHARD, Jean-François. *The Transplant Effect*. American Journal of Comparative Law, Vol. 163, 2003b.

BERLE, Adolf e MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation And Private Property*, 1932.

BESLEY, Timothy. *Law, Regulation, and the Business Climate: The Nature and Influence of the World Bank Doing Business Project*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 29, nº 3, pp. 99-120, 2015.

BOTERO, Juan, DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *The Regulation of Labor*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 119, n.4, pp. 1339-1382, 2004.

CABRELLI, David e SIEMS, Mathias. *Convergence, Legal Origins, and Transplants in Comparative Corporate Law: A case-based and quantitative analysis*. The American Journal of Comparative Law, Vol. 63, pp. 109-154, 2015.

CAMARA DOS DEPUTADOS, 2014. *Capital Empreendedor*. Consultoria Legislativa, Centro de Estudos e Debates Estratégicos; rel. José Humberto; Marcos Pineschi Teixeira, Marcelo Sobreiro Maciel. – Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, Série estudos estratégicos, n. 4. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/documentos-e-pesquisa/publicacoes/edicoes/paginas-individuais-dos-livros/capital-empreendedor>

CAPRIO, Gerar, LAEVEN, Luc e LEVINE, Ross. *Governance and bank valuation*. Journal of Financial Intermediation, vol.16, pp.584-617, 2007.

CARRUTHERS, Bruce. *Diverging derivatives: Law, governance and modern financial markets*. Journal of Comparative Economics, Vol. 41, pp. 386-400, 2013.

CASTRO, Marcus. *A Função Social como Objeto da Análise Jurídica da Política Econômica*. Notícia do Direito Brasileiro, v. 14, pp. 107-128, 2007.

CASTRO, Marcus. *Análise Jurídica da Política Econômica*. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, Vol. 3, n. 1, pp. 17-70, 2009.

CASTRO, Marcus. *Liberalism, Competition and the Enjoyment of Rights*. In: MICOVIC, Miodrag (ed.). Liberalism and the Protection of Competition [título original do livro em sérvio]. Kragujevac, Sérvia. Faculdade de Direito de Kragujevac, pp. 33-47, 2010.

CASTRO, Marcus. *Direito, Tributação e Economia no Brasil: Aportes da Análise Jurídica da Política Econômica*. Revista da PGFN, v. 1, p. 23-51, 2011.

CASTRO, Marcus. *Formas Jurídicas e Mudança Social - Interações entre o Direito, a Filosofia, a Política e a Economia*. Ed. Saraiva, 2012.

CASTRO, Marcus. *Economic Development and the Legal Foundations of Regulation in Brazil*. The Law and Development Review. Vol. 6, Issue 1, Pages 61–115, 2013.

CASTRO, Marcus. *Novas Perspectivas Jurídicas sobre a Reforma de Políticas Públicas no Brasil*. Revista de Direito da Universidade de Brasília, Vol. 1, n. 1, pp. 31-61, 2014.

CHEFFINS, Brian, BANK, Steven e WELLS, Harwells. *Questioning “Law and Finance”: US Stock Market Development, 1930-70*. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n° 14/2012; UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n° 12-14. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2079505>, 2012.

CHEFFINS, Brian. *The History of Corporate Governance*. The Oxford Handbook of Corporate Governance Online (org. Mike Wright et al.), 2013.

CHEFFINS, Brian. *The Corporate Governance Movement, Banks, and the Financial Crisis*. Theoretical Inquiries in Law, Vol. 16, issue 1, pp. 1-43, 2015.

COASE, Ronald. *The Nature of the Firm*. Readings in Price Theory. Irwin. New Series, pp. 331-351, 1937.

COASE, Ronald. *The problem of social cost*. Journal of Law and Economics, Vol. 3, pp. 1-44, 1961.

COFFEE, John. *Do norms matter? A cross-country evaluation*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 49, pp. 2151-2177, 2001.

COFFEE, John. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Columbia Law and Economics Working Paper n° 182. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=254097>, 2000.

COFFEE, John. *The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, Cornell Law Review, Vol. 97, Issue 5, pp. 1019-1082, 2012.

COLLISON, David, CROSS, Stuart, FERGUSON, John, POWER, David e STEVENSON, Lorna. *Legal Determinants of External Finance Revisited: The Inverse Relationship Between Investor Protection and Societal Well-Being*. Journal of Business Ethics, Vol. 108, Issue 3, pp 393-410, 2012.

COTTERRELL, Roger. *Is There a Logic of Legal Transplants?*, in Adapting Legal Cultures Pp. 71-82, David Nelken & Johannes Feest eds., 2001.

COX, Robert. *Social Forces, States and World Orders: Beyond International Relations Theory*. Millennium – Journal of International Studies, Vol. 10, pp. 126-155, 1981.

DAHYA, Jay, DIMITROV, Orlin e McCONNELL, John. *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*. Journal of Financial Economics, Vol. 87, issue 1, pp. 73-100, 2008.

DAM, Kenneth. *The Law-Growth Nexus: the Rule of Law and Economic Development*. Brookings Institution, Washington, 2006.

DAVID, René e BRIERLEY, John. *Major Legal Systems in the World Today: An Introduction to the Comparative Study of Law*. London, Stevens and Sons, 1985.

DAVIDOFF, Steven e ZARING, David. *Regulation by Deal: The Government's Response to the Financial Crisis*. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1306342>, 2008.

DAVIS, Kevin e KRUSE, Michael. *Taking the Measure of Law: The Case of the Doing Business Project*. *Law & Social Inquiry*, Vol. 32, Issue 4, pp.1095–1119, 2007.

DAVIS, Kevin e TREBILCOCK, Michael. *Legal reforms and development*. *Third World Quarterly*, Vol. 22, nº1, pp. 21-36, 2001.

DAVIS, Kevin. *What can the rule of law variable tell us about rule of law reforms?* *Michigan Journal of International Law*. Vol. 26, pp. 141-161, 2004.

DE SOTO, Hernando. *The other path*. Nova York: Harper & Row Publishers, 1989.

DEAKIN, Simon e SIEMS, Mathias. *Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research*. *Journal of institutional and theoretical economics*. Vol. 166, issue 1, pp. 120-140, 2010.

DEMSETZ, Harold. *Toward a Theory of Property Rights*. *American Economic Review*, Vol. 57, pp.347-359, 1967.

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *The Regulation of Entry*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, Issue 1, pp. 1–37, 2002.

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *The new comparative economics*. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, Issue 1, pp. 595-619, 2003a.

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Courts*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Issue 2, pp. 453–517, 2003b.

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *The Law and Economics of Self-Dealing*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Issue 3, pp. 430–65, 2008.

DJANKOV, Simeon, HART, Oliver, McLIESH, Caralee, e SHLEIFER, Andrei. *Private Credit in 129 Countries*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, Issue 2, pp. 299–329, 2007.

DJANKOV, Simeon, HART, Oliver, McLIESH, Caralee, e SHLEIFER, Andrei. *Debt Enforcement around the World*. *Journal of Political Economy*, Vol. 115, Issue 6, pp.1105–1149, 2008.

DORE, Ronald. *Financialization of the global economy*. *Industrial and Corporate Change*, Volume 17, Issue 6, pp. 1097-1112, 2008.

DYCK, Alexander e ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. *The Journal of Finance*, Vol. 59, Issue 2, pp. 537-600, 2004.

EASTERBROOK, Frank e FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.

EPSTEIN, Gerald. *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar Publishing, 2005

EWALD, William. *The Logic of Legal Transplants*. The American Journal of Comparative Law, Vol. 43, n° 4, pp. 489-510, 1995.

FABIANI, Emerson. *Direito e Crédito Bancário no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2011.

FAIRFAX, Lisa. *The Legal Origins Theory in Crisis*. Brigham Young University Law Review, pp. 1571-1617, 2009.

FAMA, Eugene e MILLER, Merton. *The Theory of Finance*. New York, Ed. Hold, Rhinehart, and Winston, 1972.

FAMA, Eugene. *Market Efficiency, long-term returns and behavioral finance*. Journal of Financial Economics, Vol. 49, pp. 283, 306, 1998.

FAUVARQUE-COSSON, Bénédicte e KERHUEL, Anne-Julie. *Is Law an Economic Contest? French Reactions to the Doing Business World Bank Reports and Economic Analysis of the Law*. The American Journal of Comparative Law, Vol. 57, n. 4, pp. 811-829, 2009.

FREDRIKSSON, Per e WOLLSCHIED, Jim. *Legal Origins and Climate Change Policies in Former Colonies*. Environmental and Resource Economics, Vol. 62, pp. 309–327, 2015.

GADINIS, Stavros. *From Independence to Politics in Financial Regulation*. California Law Review, Vol. 101, pp. 327-406, 2013.

GAROUPA, Nuno e PARGENDLER, Mariana. *A Law and Economics Perspective on Legal Families*. European Journal of Legal Studies, Vol. 7, n°2, 2014.

GERDING, Erik. *Law, Bubbles, and Financial Regulation*. Routledge, 2013.

GELPERN, Anna e GULATI, Mitu. *The Wonder Clause*. Journal of Comparative Economics, Vol. 41, pp. 367–385, 2013.

GIANNETTI, Mariassunta e KOSKINEN, Yrjo. *Investor Protection, Equity Returns and Financial Globalization*. Journal of Financial, Vol. 45, n° 1, pp. 135-168, 2010.

GILPIN, Robert. *The Challenge of Global Capitalism*. Princeton University Press, 2000.

GILSON, Ronald e KRAAKMAN, Reinier. *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*. Virginia Law Review, Vol. 100, pp. 313-375, 2014.

GINSBURG, Tom. *Does Law Matter for Economic Development? Evidence From East Asia*. Law & Society Review, Vol. 34, n° 3, pp. 829-856, 2000.

GLAESER, Edward, SCHEINKMAN, Jose e SHLEIFER, Andrei. *The injustice of inequality*. Journal of Monetary Economics, Vol. 50, pp. 199-222, 2003.

GLAESER, Edward e SHLEIFER, Andre. *Legal Origins*. Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, pp. 1193-1224, 2002.

GLASSON, Ernest. *Le mariage civil et le divorce dans l'antiquité et dans les principales législations modernes de l'europe*, 1880.

GRAFF, Michael. *Law and Finance: Common Law and Civil Law Countries Compared - An Empirical Critique*. Economica. Vol. 75, pp-60-83, 2008.

GROSSMAN, Sanford e HART, Oliver. *One share-One vote and the Market for Corporate Control*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 175-202, 1988.

HARRIS, Ron. *Law, Finance and the First Corporations*. (Draft). World Justice Forum. Disponível em http://jenni.uchicago.edu/WJP/Vienna_2008/Harris_VOCEIC_WJP.pdf, 2008.

HAYEK, Friedrich. *The Constitution of Liberty*. The University of Chicago Press, 1960.

HICKS, John. *Automatists, Hawtreyans, and Keynesians*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, Issue 3, pp. 307-17, 1969.

HODGSON, Geoffrey. *Observations on the legal theory of finance*. Journal of Comparative Economics, Vol. 41, pp. 331-337, 2013.

JACKSON, Tim. *Prosperity without growth: Economics for a finite planet*. Ed. Earthscan Publications, 2011.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v.3, n.3. pp. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael. *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. The Journal of Finance, Vol. 48, No. 3, pp. 831-880. In: Papers and Proceedings of the Fifty-Third Annual Meeting of the American Finance Association: Anaheim, California January 5-7, 1993.

KHANDANI, Amir, LO, Andrew e MERTON, Robert. *Systemic risk and the refinancing ratchet effect*. Journal of Financial Economics, Vol. 108, pp. 29-45, 2013.

KAPLAN, Steven Neil e ZINGALES, Luigi. *How "Law and Finance" transformed scholarship, debate*. In: Capital Ideas Magazine, Spring 2014, disponível em <http://www.chicagobooth.edu/capideas/magazine/spring-2014/how-law-and-finance-transformed-scholarship-debate>, 2014.

KING, Robert e LEVINE, Ross. *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right* The Quarterly Journal of Economics. Vol. 108, No. 3, 1993.

KLAPPER, Leora e LOVE, Inessa. *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. Journal of Corporate Finance, vol. 10, no. 5, 703-728, 2004.

KREVER, Tor. *Quantifying Law: legal indicator projects and the reproduction of neoliberal common sense*. Third World Quarterly, Vol. 34, No.1, pp 131-150, 2013.

KRIPPNER, Greta. *The financialization of the american economy*. Socio-Economic Review, Vol. 3, pp. 173-208, 2005.

KUHN, Thomas. *The Structure of Scientific Revolutions*, University of Chicago Press, 3a ed, 1996.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, POP-ELECHES, Cristian e SHLEIFER, Andrei. *Judicial Checks and Balances*. Journal of Political Economy, Vol. 112, n. 2, pp. 445-470, 2004.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Law and Finance*. NBER working paper 5661, disponível em <http://www.nber.org/papers/w5661>, 1996.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Legal determinants of external finance*. Journal of Finance, Vol. 52, pp. 1131–1150, 1997.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, Vol 106, pp. 1113–1155, 1998.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *The quality of government*. Journal of Law, Economics, and Organization, Vol. 15, pp. 222–279, 1999.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp. 3-27, 2000a.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Agency problem and dividend policies around the world*. Journal of Finance, Vol. 55, Issue 1, pp. 1–33, 2000b.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate valuation*. Journal of Finance, Vol 57, Issue 3, pp. 1147–1170, 2002.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance, Vol. 54, pp. 471–517, 1999.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *Government ownership of banks*. Journal of Finance, Vol. 57, Issue 1, pp. 265–301, 2002.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *What works in securities law*. Journal of Finance, Vol 61, pp. 1–31, 2006

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*. Journal of Economic Literature, Vol. 46, ed. 2ª, pp. 285-332, 2008.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, POP-ELECHES, Cristian e SHLEIFER, Andrei. *Judicial checks and balances*. Journal of Political Economy, Vol. 112, pp. 445–470, 2002.

LEGRAND, Pierre. *European Legal Systems are not Converging*. *International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 45, n.1, pp 52-81, 1996.

LEVINSON, Marc. *Guide to Financial Markets*. The Economist. Public Affairs, New York, 2014.

LEVINE, Ross, LOYAZA, Norman e BECK, Thorsten. *Financial intermediation and growth: Causality and causes*. Journal of Monetary Economics, Vol. 46, pp. 31-77, 2000.

LEVINE, Ross. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. In: AGHION, Philippe e DURLAUF, Steven (ed.). *Handbook of Economic Growth*, Ed. Elsevier, edition 1, volume 1, number 1, 2005.

LEVINE, Ross. *Law, Finance, and Economic Growth*. Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, pp. 8–35, 1999.

LICHT, Amir, GOLDSCHMIDT, Chanan e SCHAWRTZ, Shalom. *Culture rules: The foundations of the rule of law and other norms of governance*. Journal of Comparative Economics, Vol. 35, pp. 659-688, 2007.

MALMENDIER, Ulrike. *Law and Finance “at the origin”*. Journal of Economic Literature, Vol. 47, n. 4, pp. 1076-1108, 2009.

MANGABEIRA UNGER, Roberto. *O Direito e o futuro da Democracia* (trad. Caio Farah Rodriguez e Márcio Grandchamp), São Paulo, Bomtempo, 2004.

MARCHAND, Sébastien. *Legal origin, colonial origins and deforestation*. Economics Bulletin, Vol. 32 No. 2, pp.1653-1670, 2012.

MARKESINIS, Basil. *Comparative Law in the Courtroom and Classroom: The Story of the Last Thirty-Five Years*. Hart Publishing, 2004.

MEHRLING, Perry. *The Inherent Hierarchy of Money*. In Festschrift of Duncan Foley. New York, Disponível em http://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf, 2012a.

MEHRLING, Perry. *A Money View of Credit and Debt*. Artigo preparado para a seção *Economics of Credit and Debt* da Conferência INET “Falsas Dicotomias”, INET/CIGI, Waterloo, Canadá, 18 de novembro de 2012. Disponível em https://www.cigionline.org/sites/default/files/inet2012mehrling_amoneyviewofcreditanddebt.pdf, 2012b.

MEHRLING, Perry. *Essential Hybridity: A Money View of Law and Finance for Foreign Exchange*. Journal of Comparative Economics, Vol. 41, issue 2, pp. 355–363, 2013.

MERRYMAN, John Henry. *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*, Second edition. Stanford: Stanford University Press, 1985.

MERRYMAN, John Henry. *The Loneliness of the Comparative Lawyer*, 1999.

MICHAELS, Ralf. *Comparative Law by Numbers? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law*. *The American Journal of Comparative Law*. V. 57, pp. 765-796, 2009a.

MICHAELS, Ralf. *The Second Wave of Comparative Law and Economics*. *University of Toronto Law Journal*. Vol. 59, pp. 197-211, 2009b.

MILHAUPT, Curtis e PISTOR, Katharina. *Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World*. 2008

MINSKY, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, 1986.

MUSACCHIO, Aldo e TURNER, John. *Does the law and finance hypothesis pass the test of history?* *Business History*, Vol. 55, nº 4, pp. 521-539, 2013.

NENOVA, Tatiana. *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 325-352, 2003.

OCAMPO, José Antonio e VOS, Rob. *Uneven Economic Development*, London: Zed, 2008.

OCASIO, William e JOSEPH, John. *Cultural Adaptation and Institutional Change: The Evolution of Vocabularies of Corporate Governance, 1972–2003*. *Poetics*, Vol. 33, pp. 163–78, 2005.

PAGANO, Marco e VOLPIN, Paolo. *The Political Economy of Corporate Governance*. *The American Economic Review*, Vol. 95, No. 4, pp. 1005-1030, 2005.

PARGENDLER, Mariana. *The Rise and Decline of Legal Families*. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 60, pp. 1043-1074, 2012a.

PARGENDLER, Mariana. *Politics in the Origins: The Making of Corporate Law in Nineteenth-Century Brazil*. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 60, pp. 805-850, 2012b.

PISTOR, Katharina, RAISER, Martin e GELFER, Stanislaw. *Law and Finance in Transition Economies*. *Economics in Transition*, Vol. 8, n. 2, pp. 325-368, 2000.

PISTOR, Katharina. *The Standardization of Law and Its Effect on Developing Economies*. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 50, n.1, pp. 97-130, 2002.

PISTOR, Katharina. *Rethinking the “Law and Finance” Paradigm*. *Brigham Young University Law Review*, Volume 2009, issue 6, pp. 1647-1670, 2009.

PISTOR, Katharina. *On the Theoretical Foundations for Regulating Financial Markets*. Columbia Public Law Research Paper nº 12-304. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2113675>, 2012.

PISTOR, Katharina. *Law in Finance*. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 41, Issue 2, pp. 311-314, 2013a.

PISTOR, Katharina. *A Legal Theory of Finance*. Journal of Comparative Economics, Vol. 41, Issue 2, pp. 315-330, 2013b.

POPPER, Karl. *Conjectures and Refutations: The Growth of Scientific Knowledge*. Routledge, 1963.

PRADO, Mariana. *What is Law & Development?* Revista Argentina de Teoria Jurídica, Vol. 11, 2010.

RABELO, Felipe Cesar. *Crise financeira de 2008: a intervenção do Estado no domínio econômico*. Revista SJRJ, Vol. 17, n.28, pp.69-79, 2010.

RAJAN, Raghuram e ZINGALES, Luigi. *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century*. Journal of Financial Economics, Vol. 69, pp. 5–50, 2003.

REITZ, John. *Legal Origins, Comparative Law, and Political Economy*. The American Journal of Comparative Law. Vol. 57, nº 4, pp. 847-862, 2009.

REYNOLDS, Thomas e FLORES, Arturo. *Current Sources of Codes and Basic Legislation in Jurisdictions of the World*. 1989.

ROE, Mark. *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*. Stanford Law Review, Vol. 53, pp. 539-606, 2000.

ROE, Mark. *Political determinants of Corporate Governance*. Oxford University Press, 2003.

ROE, Mark. *Legal Origins, Politics, Modern Stock Markets*. Harvard Law Review, Vol.120, pp. 460-527, 2006.

ROE, Mark. *Juries and the political economy of legal origin*. Journal of Comparative Economics, Vol. 35, Issue 2, pp. 294-308, 2007.

ROMANO, Roberta. *For Diversity in the International Regulation of Financial Institutions: Critiquing and Recalibrating the Basel Architecture*. Yale Journal on Regulation, Vol. 31, Issue 1, pp. 1-76, 2014.

SAITO, Richard e SILVEIRA, Alexandre. *Governança Corporativa: Custos de Agência*. Revista de Administração de Empresas. 2008.

SANDEL, Michael. *What Money can't buy: The moral limits of Markets*, 2013.

SAWYER, Malcom. *What Is Financialization?* International Journal of Political Economy, Vol. 42, nº4, Winter 2013-14, pp. 5-18, 2014.

SCHAPIRO, Mario. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica da atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19022010-152023/>>. Acesso em: 2015-10-09, 2009.

SCHAPIRO, Mario. *Repensando a relação entre Estado, Direito e Desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*. Revista Direito GV São Paulo, Vol. 6, n. 1, pp. 213-252, 2010.

SCHUMPETER, Joseph. *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press, 1911.

SCHWARCZ, Steven. *The Functional Regulation of Finance*, 2014 Acessível em <http://ssrn.com/abstract=2437544>

SCHWARCZ, Steven. *Regulating Shadows: Financial Regulation and Responsibility Failure*. Washington and Lee Law Review, Vol. 70 Issue 3, pp 1781, 2013.

SCHWARTZ, Donald. *Shareholder Democracy: A Reality or a Chimera?* California Management Review, Vol. 25, pp. 53-67, 1983.

SEN, Amartya. *Development as Freedom*. Oxford University Press, New Delhi, 1999.

SHILLER, Robert. *Irrational Exuberance – Revised and Expanded Third Edition*. Princeton University Press, New Jersey, 2015.

SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert. *A Survey of Corporate Governance*. The Journal of Finance, Volume 52, Issue 2, pp. 737-783, 1997.

SHAMOS, Richard. *Free Markets and the Legal Theory of Finance*. The Cls Blue Sky – Columbia Law School, 30 de julho de 2013. Acessível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/30/free-markets-and-the-legal-theory-of-finance/>

SIEMS, Mathias. *Numerical comparative law: do we need statistical evidence in law in order to reduce complexity?* Cardozo Journal of International & Comparative Law, Vol. 13, pp. 521-539, 2005.

SPAMANN, Holger. *Large-Sample, Quantitative Research Designs for Comparative Law?* The American Journal of Comparative Law, Vol. 57, nº. 4, 2009a.

SPAMANN, Holger. *Contemporary Legal Transplants: Legal Families and the Diffusion of (Corporate) Law*, Brigham Young University Law Review, nº 6, pp. 1814-1876, 2009b.

SPAMANN, Holger. *The 'Antidirector Rights Index' Revisited*. Review of Financial Studies, vol. 21, pp. 467, 2010.

SOUSA SANTOS, Boaventura de. *Toward a New Legal Common Sense: Law, Globalization and Emancipation*. Londres, LexisNexis, 2002.

STIGLER, George. *Public regulation of the securities market*. Journal of Business, Vol. 37, pp. 117-142, 1964.

STIGLER, George. *The Theory of Economic Regulation*. The Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2, Issue 1, pp. 3-21, 1971.

STRANGE, Susan. *“What Theory? The Theory in Mad Money”*. Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation Working paper nº 18/98, 1998.

STULZ, Rene e WILLIAMSON, Rohan. *Culture, openness, and finance*. Journal of Financial Economics, vol. 70, issue 3, pp 313-349, 2003.

TUFTE, Edward. *Data analysis for Politics and Policy*, 1974.

TRUBEK, David e GALANTER, Marc. *Scholars in Self-Estrangement: Some Reflections on the Crisis in Law and Development Studies in the United States*, Wisconsin Law Review, pp. 1062-1102, 1974.

TRUBEK, David e SANTOS, Alvaro (eds.). *The New Law and Economic Development – A Critical Appraisal*. Cambridge Press, 2006.

TRUBEK, David. *Law and Development*. In: SMELSER, Neil e BALTES, Paul (Eds.). International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences, Vol. 6, pp. 8443-8446, 2001.

TRUBEK, David. *Fico feliz ao ver resultados de ideias lançadas há 40 anos!* In: Revista GETULIO, Ed. Setembro de 2007, 2007.

TRUBEK, David. *Law and Development 50 Years On*. International Encyclopedia of Social and Behavioral Sciences (Forthcoming); Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper nº 1212. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2161899>, 2012.

VAGTS, Detlev. *Comparative Company Law – The New Wave*. Festschrift Fur Druey, 2000.

WATSON, Alan. *Legal transplants: an Approach to Comparative Law*. McGraw-Hill, Londres, 1974.

WIGGINS, Rosalind, PIONTEK, Thomas e METRICK, Andrew. *The Lehman Brothers Bankruptcy: Overview*. In: Yale Program on Financial Stability Case Study 2012-3A-VI, October, 2014. Acessível em: <http://som.yale.edu/faculty-research/our-centers-initiatives/program-financial-stability/ypfs-case-directory>

WORLD BANK GROUP. *Doing Business 2015 – Going Beyond Efficiency*, Washington DC, 2015.

ZWEIGERT, Konrad e KOTZ, Hein. *Introduction to Comparative Law*, 3ª Ed., 1998.

XU, Guangdong. *The Role of Law in Economic Growth: a Literature Review*. Journal of Economic Surveys, Vol. 25, nº 5, pp. 833-871, 2011.